

Bank of Canada

Annual report of the Governor
to the Minister of Finance
and statement of accounts for the year

1991

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

893-49-90-381

CN ISSN 0067-3587

Printed in Canada on recycled paper

Bank of Canada • Banque du Canada

John W. Crow
Governor - Gouverneur

Ottawa K1A 0G9

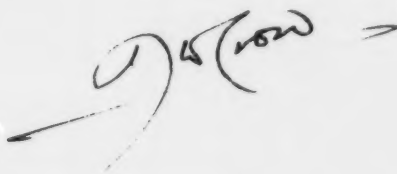
28 February 1992

The Hon. Donald F. Mazankowski, P.C.
Minister of Finance
O t t a w a

Dear Mr. Mazankowski,

In accordance with the provisions of
the *Bank of Canada Act*, I am submitting my report
for the year 1991 and a statement of the Bank's
accounts for this period, signed and certified in the
manner prescribed in the by-laws of the Bank.

Yours sincerely,

A handwritten signature in dark ink, appearing to read "J. W. Crow", with a long horizontal line extending to the left.



BANK OF CANADA**REPORT OF THE GOVERNOR - 1991**

GENERAL OBSERVATIONS	7
ECONOMIC AND FINANCIAL DEVELOPMENTS	
International environment	13
Domestic economic activity and inflation	17
Domestic monetary and financial developments	23
BANK OF CANADA ACTIVITIES	31
BANK OF CANADA OPERATING EXPENSES	37
FINANCIAL STATEMENTS	41
BOARD OF DIRECTORS	51
SENIOR OFFICERS	53
REGIONAL REPRESENTATIVES AND AGENCIES	55



GENERAL OBSERVATIONS

The Bank of Canada's annual reports, besides conveying its financial statements and an account of its activities, provide an opportunity to review economic and financial developments in the light of the Bank's monetary policy responsibilities.

These first pages aim to give a broad perspective. This is particularly important for monetary policy, because its purposes and results are far from captured within the limits of what happens in a given year. At the same time, the annual calendar does provide a chance to take stock of recent events and the progress being made in the direction we need to go.

Let me begin with the economy. As we all know, the past year has been difficult. The Canadian economy has been slow to break free from recession. What may be less widely recognized is that this sluggishness has reflected a more general problem among industrial countries. This problem has its roots in the spending/debt syndrome of the latter half of the 1980s when unsustainable levels of spending and inflationary pressures were accompanied by sharply rising debt burdens. The fallout from these excesses has been weighing on the economies of a number of countries.

The international economic environment has been challenging in other respects as well. Globalization of markets has expanded economic opportunities, but the associated rationalization of production has also added to economic uncertainties. Tensions have persisted in the area of international trade. And developments in Eastern Europe and the former Soviet Union can only increase the pressures on world savings.

The next section of this report describes how major industrial nations have been affected to varying degrees by these problems. But what should be noted here is the extent of the impact in the United States, our major trading partner, of the persistent overhang of overvalued real estate and accumulated debt burdens on govern-

ments, businesses and households. U.S. banks and other financial intermediaries have had a correspondingly difficult passage, giving rise to concerns about a "credit crunch." It was not really possible to gauge closely how much this unprecedented situation would prove to be a brake on U.S. economic activity, but in the event the U.S. economy dragged all year.

The pattern of excesses in spending, inflation and debt accumulation followed by a difficult period of recession and adjustment has been a feature of recent developments in Canada as well. Problems of this nature originating abroad have compounded those created domestically. Economic expansion did begin to revive here in the spring. There was a pickup in areas of spending, such as housing, that are particularly sensitive to reductions in interest rates. But the economy then hesitated as the international demand for Canadian exports softened and weakness in world commodity prices persisted. Also, Canadian consumers remained cautious. Uncertainty about our economic prospects was by all accounts one factor in this caution, but the fact that Canadian households had also run up their debts to record levels through the second half of the 1980s was another. And the accumulation of public sector debt in Canada has meant that fiscal policies have needed to focus on deficit containment and reduction.

Problems like these, stemming from excesses stretching over a number of years, by their very nature do not have quick solutions. At the same time, it is worth underlining that progress was made in 1991 in overcoming these imbalances, and their drag on economic activity should be correspondingly less in 1992 and beyond.

In Canada, one major change as we enter 1992 is that interest rates are much lower than earlier. This is a step in a good direction. Its effects are already being felt. And it is important.

Few will question this. The challenge is whether interest rates can come down still lower, with the prospect of staying down.

It cannot be stated too often that the only way to achieve generally low interest rates is through lower rates of inflation and widespread confidence that inflation will not be allowed to be a threat in the future. The past year has provided useful evidence of this. Interest rates have fallen across the entire maturity spectrum, because people have increasingly come to believe that Canadian money will hold its purchasing value. Indeed, rates on bank loans and mortgages have been lower than Canadians have seen in nearly 20 years. Further progress can be achieved as confidence grows that monetary policy will continue to follow a path towards price stability.

Building confidence in the economy through monetary policy

In times like these it is particularly important to provide a clear perspective on what public policies can contribute in a lasting way to the economic health of the country, because no one policy can simultaneously address all our challenges.

The unique contribution that monetary policy can make is to provide money that can be used with confidence across the whole economy. Only when money holds its value will it hold confidence. Therefore, the guiding principle for Canadian monetary policy has been to seek a rate of monetary expansion consistent with ensuring that the value of money is not eroded by inflation.

This is important. As explained in detail in last year's Annual Report, the costs of inflation are pervasive and significant. A policy that tolerates inflation makes it more difficult for our economy to realize the basic goals of sustained high employment and rising living standards. And because the costs of inflation do not fall equally on all Canadians, it is unfair and socially divisive.

However, fostering a climate of price stability does take time. Given the protracted inflation in this country in recent decades, there has been a buildup of inflationary reflexes and an accumulation of decisions taken in the expectation that inflation was bound to persist.

Furthermore, in the late 1980s we lost ground in curbing inflation on account of the boom in spending and the overheating in many sectors of the economy. Therefore, much of the effort of monetary policy in recent years had to be directed at retrieving this ground. In these circumstances there has been a good deal of scepticism about the likelihood that price stability would be achieved in Canada.

To provide Canadians with a clear affirmation that price stability remains the goal of monetary policy and an indication of the time path for meeting that goal, formal targets for reducing inflation were announced jointly by the Bank of Canada and the Government of Canada in February 1991. These targets are detailed in the section of this report dealing with Bank of Canada activities. In recognition that reducing inflation requires a gradual, but progressive, approach stretching over several years, the targets set out the downward path for inflation that monetary policy will aim at over the medium term.

Many people understand that inflationary policies are damaging to the economy. But it is nonetheless an article of belief among some observers that price stability, trust in the value of money, means high unemployment. This is clearly not the case. In Canada, during much of the 1950s and 1960s, a situation of virtual price stability was accompanied by high employment and strong output growth. And in countries like Japan and Germany, policies to preserve price stability have gone hand-in-hand with good overall economic performance. In our current circumstances, what will reconcile receding inflation and strengthening economic activity is the downward adjustment of expectations concerning future inflation and a change in behaviour based on these expectations. This adjustment in turn depends a lot on how strongly people believe that monetary policy will indeed hold to the path to price stability. The Bank of Canada attaches great importance to this fact.

As for Canada's recent inflation performance, 1991 began with high world oil prices and the introduction of the federal goods and services tax (GST). The headline rate of inflation – the 12-month increase in the consumer price index (CPI) – moved sharply higher, to almost 7 per cent, at the beginning of

the year. And with the subsequent imposition of a variety of other indirect taxes by both federal and provincial governments, much doubt was expressed about the chances of any significant decline in inflation over the year. Not surprisingly, this scepticism extended to the first formal milestone of the inflation-reduction targets – that is, to get down to a 3 per cent pace of inflation by the end of 1992.

Views appear to have shifted a great deal in recent months. Indeed, now it is not uncommon to hear the reverse – that inflation has collapsed and that the Bank of Canada should claim victory.

I believe that a more measured assessment of developments is warranted.

In the first place, the issue is not, as is so often contended, one of “wars,” “defeats” or “victories.” The issue is the fundamental importance of having and maintaining a policy that provides monetary stability as a means to growth and productivity in our economy.

Furthermore, the pessimism of early 1991 was clearly overdone, and recent developments, while very positive, do not mean that inflation has disappeared. However, without a doubt, the steady decline in price inflation has had favourable effects on near-term inflationary expectations, as well as making the inflation-reduction targets that stretch beyond the near term more generally believable, and therefore more readily achievable. The fact that the economy was able to absorb the GST and the other indirect tax changes without provoking an inflationary spiral – a process of wages chasing prices, prices increasing further as a result, and so on – has been especially welcome. Certainly, the Bank of Canada has sought to make absolutely clear that monetary policy would not finance such a destructive process. The way that the price effects of the GST have been successfully absorbed has become even more widely recognized with the recent publication of the January 1992 CPI numbers.

In addition, a slowing in the upward trend of underlying costs of Canadian production has also begun, although, as is usually the case, this slowing has lagged behind the slowing in prices. Such an adjustment is important to secure progress to improved economic performance in Canada. It is a condition for improving the

financial situation of businesses and providing a sound basis for expanding production and employment.

One important way in which eased concerns about inflation have shown up has been in the behaviour of long-term interest rates. Since their peak in the spring of 1990 these rates have fallen by over 2½ percentage points. The long-term rate differential between the United States and Canada has also declined appreciably over the period. In other words, savers and investors no longer demand as large an interest rate premium to protect themselves against inflation and other risks that could erode the value of their investments in Canada.

In summary, but without wishing to downplay the inevitable uncertainties ahead, we appear at this stage to be “on track” to achieving the inflation-reduction targets. This in turn holds the promise of a constructive, mutually reinforcing, process: achieving the initial target increases confidence that those further out will also be met. Such confidence provides a firm monetary foundation for lower interest rates, economic recovery and a sustained improvement in the performance of the Canadian economy. This monetary contribution cannot be a general guarantee, but it does matter a lot.

Recent Canadian monetary policy

From their peak in the spring of 1990 to the end of February 1992, short-term interest rates declined by over 6½ percentage points while long-term rates, as noted, declined by over 2½ percentage points. Borrowing and deposit rates at financial institutions have fallen similarly. This fall in interest rates across the spectrum has been nourished by the increased confidence of holders of Canadian dollar financial instruments (mostly Canadians) that the policy of reducing the rate of inflation will be successful. The drop in short-term rates since the peak in the spring of 1990 has been much greater than the decline in inflation.

The recent moderate growth of the various measures of money and credit has lent support to the view that the value of money in Canada will be maintained and, therefore, has contributed to the declines in interest rates. From annual rates of expansion of money and credit running in double digits two years ago, the pace

has slowed significantly, with the broadly defined monetary aggregates increasing at between 6 and 8 per cent and private sector credit increasing at about 4 per cent.

Although the growth of the monetary aggregates has been reasonably well sustained, it tended for much of the past year to run at the lower end of the ranges for monetary expansion that we viewed as consistent, in the circumstances, with the contribution that monetary policy could responsibly make to the expansion of spending in the economy. This assessment of the performance of these aggregates, along with direct evidence on the development of spending in the economy and on inflation, encouraged the Bank in its actions to foster an easing of monetary conditions through 1991 and in the first months of 1992.

In putting its policy into effect, the Bank operates at the short-term end of the financial market, and its primary interest rate influence is felt at the very shortest end of that market. This involves influencing the rate on overnight financing in the money market through the quantity of settlement balances it makes available to the financial system. From time to time this basic cash balance technique is supplemented through sales or purchases of treasury bills. These operations, together with discussions of economic and financial developments, are chronicled throughout the year in the published minutes of the meetings of the Bank of Canada's Board of Directors.

Beyond the shortest end of the domestic financial market, interest rates are determined to a much greater degree by the expectations and decisions of savers and borrowers. Of course, in coming to their decisions, savers and borrowers take account of the thrust of monetary policy and what they believe other economic policies of governments are aiming to accomplish.

Indeed, what needs to be emphasized here is not the technical details of our operations, but that those operations take place in a market environment that the Bank cannot disregard or override. In other words, given the enormous size of the money market – Government of Canada treasury bills alone account for some \$150 billion – the expectations of savers and borrowers matter enormously. Therefore, the common view that the Bank of Canada can set short-term market interest rates in some

unilateral and arbitrary fashion without regard for the views and attitudes of savers and borrowers is totally unrealistic.

What the Bank of Canada can do if savers and borrowers have confidence that monetary policy will lead to lower inflation, and what the Bank was aiming to do during 1991 in light of the evolving financial and economic climate, is to manage down short-term interest rates in a progressive manner. In making judgments about the pace of interest rate decline, the Bank naturally was influenced in the latter part of 1991 by the signs of a renewed hesitation in the economy and by the growing evidence of an improvement in inflation and a lessening of concerns that inflation would persist in the future.

Participants in financial markets have ready access to a comprehensive range of economic and financial information. On this basis they can and do draw conclusions about the likely future developments in the market – including the course of action that the Bank of Canada might take.

We seek to pursue a steady course in our actions. Within this steady course, we have in the past year sometimes encouraged a faltering money market and on other occasions sought to temper a rush of market enthusiasm that might have provoked a decline of short-term interest rates too rapid to be sustained. Abrupt changes can themselves be counter-productive if they provoke uncertainty about our monetary policy intentions. At all times our guiding principle has been to act, and be seen to act, in a way that maintains confidence in the commitment of the Bank to the progressive achievement of price stability.

The Bank's actions do not have a direct impact on bond markets, but an important result of this policy approach has been the encouragement that it has provided for a pronounced downward movement of medium- and longer-term interest rates. If this seems an abstract point, it is worth noting that house mortgage rates are heavily influenced by interest rates in the bond market.

Although overall monetary conditions eased considerably in 1991 as a result of the sharp drop in interest rates, the external value of the Canadian dollar was buoyant through much of the year, both against the U.S. dollar and in

terms of a broader measure that includes all major currencies. However, late in 1991 the Canadian dollar declined in value, closing at about the same level as a year earlier. In the first two months of 1992 the Canadian dollar declined further and, as one would expect, the weakening in the exchange market spilled over into the Canadian money market.

The exchange rate for the Canadian dollar is the net result of a range of forces, some domestic, some foreign. Here, however, it may be noted that confidence in Canadian policy played an important role in the foreign exchange market's valuation of the Canadian dollar, even though interest rate differentials declined significantly vis-à-vis all the major countries, including the United States. This confidence was apparent in strong demand by foreigners for Canadian dollar securities in both the domestic market and the Euro-Canadian dollar market. Indeed, non-resident borrowers themselves issued a substantial quantity of securities denominated in Canadian dollars, thereby taking advantage of the widening appetite around the world for investments in Canadian dollars in a market for financial assets that has become dramatically more global in recent years.

The external value of the Canadian dollar and where it fits in policy has continued to be a topic of much debate. Let me therefore make some comments on how the exchange rate fits into the Canadian monetary policy framework.

Over time, the basic factor underpinning the value of our currency in exchange markets is our ability to maintain the confidence that the domestic value of the Canadian dollar will not be eroded by inflation. As pointed out earlier, it is this domestic objective that is fundamental for Canadian monetary policy.

Accordingly, while the exchange rate plays an important role in the Canadian economy, it is not a basic target for monetary policy. Monetary policy is centrally about sustaining a pace of monetary expansion that is non-inflationary in order to preserve the integrity of money for Canadians.

But this does not mean that the Bank ignores the exchange rate when it initiates policy actions to affect monetary conditions. It takes careful account of movements in the exchange rate because such changes have important effects on aggregate demand and on prices. Furthermore, the Bank is always sensitive to the need to maintain through its actions confidence in the Canadian dollar in the event of financial disturbances.

* * * * *

The sluggishness in demand in the past year provides a good example of how developments in earlier periods can have lingering effects in the following years. The pile-up of deficits and debt during the 1980s is still being digested by the economic system and has inhibited its performance.

There is also plenty of evidence around the world of the wider damage done when monetary confidence is lost.

Fortunately, Canada does not need to share it. The investment of Canadian monetary policy in a stable monetary framework can now provide a fundamental basis for low interest rates as recovery proceeds. Of course, other things need to go right as well, but recognizing this does not prejudice the very real contribution that is being made by monetary confidence in supporting good economic performance.

ECONOMIC AND FINANCIAL DEVELOPMENTS

International environment

On the international front, economic activity in 1991 was inhibited by the after-effects from the excessive spending, inflation and debt accumulation of the latter half of the 1980s. In some countries the recovery from recession has been sluggish, while other countries have experienced a slowing from unsustainably high rates of expansion. The softer economic environment contributed to a decline in world commodity prices.

Economic activity and inflation

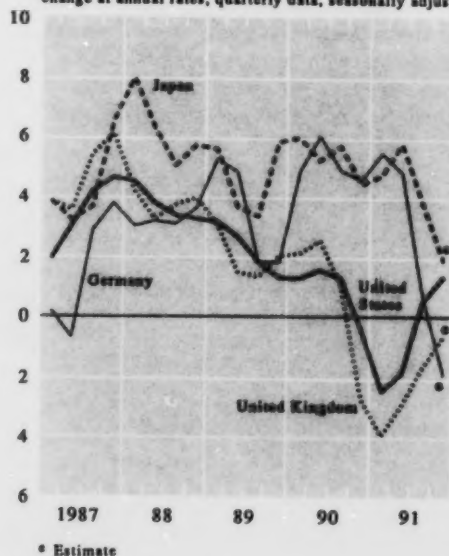
Those foreign economies that were subject to the strongest demand and inflationary pressures during the latter half of the 1980s, such as the United States and the United Kingdom, were among the first to tighten monetary conditions. However, pressures that had built up over this period were not easily reduced, and these countries experienced a significant slowing in the growth of domestic demand.

The "soft landing" that had been hoped for in the United States and the United Kingdom actually turned into recession in the second half of 1990, in part because of unforeseen international events such as the Iraqi invasion of Kuwait and the related volatile movements in oil prices, as well as the associated sharp declines in consumer and business confidence.

The United States and the United Kingdom were still in recession at the start of 1991. As the year progressed, there were few signs of recovery in the United Kingdom, whereas the United States recorded positive, if very modest, rates of expansion. Heavy debt servicing requirements, combined with other factors such as declining real estate prices and relatively low levels of consumer and investor confidence, have contributed to the sluggishness of the recovery.

Output in selected major industrial countries

Two quarters over previous two quarters, percentage change at annual rates, quarterly data, seasonally adjusted



* Estimate

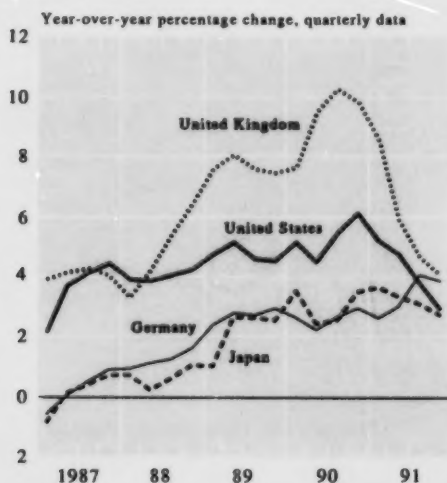
Germany and Japan, whose rapidly expanding economies had provided an impetus to demand in other countries through 1989 and 1990, began to experience a slowing in the pace of activity in 1991. In Japan, there was some reversal of the earlier speculative run-up in real estate and stock market prices in response to firmer monetary conditions. And those Japanese financial institutions with a significant portion of their assets either backed by or invested directly in real estate and the stock market entered a period of consolidation after many years of rapid credit expansion.

During 1990, the German economy operated at unsustainable levels of activity, driven in part by large budget deficits associated

with unification as western Germany transferred large sums to eastern Germany. As inflationary pressures mounted, monetary conditions tightened, with the result that the pace of economic expansion moderated through 1991. The economic and political uncertainty that surrounded events in Eastern Europe and the former Soviet Union, and the higher taxes that were introduced mid-way through the year to finance the transfers to eastern Germany, also contributed to the moderation.

In 1991, inflation pressures eased in the United States and all the major overseas economies, with the exception of Germany where the level of demand remained high relative to available supply through the year.

Consumer prices

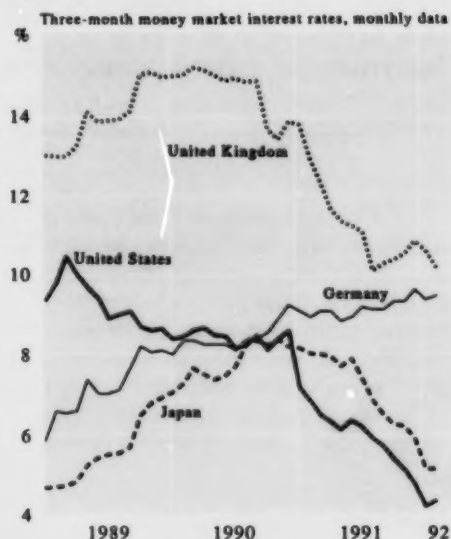


Interest rates and exchange rates

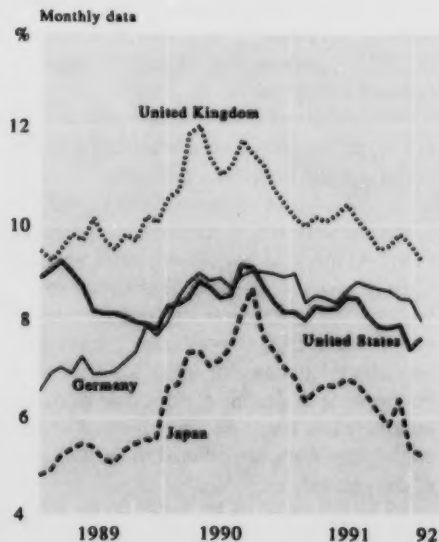
Through 1991, the marked easing of demand pressures and the improvement in inflation in most countries provided scope for lower short-term interest rates.

Substantial declines in short-term interest rates were recorded in the United States, the United Kingdom and Japan. In contrast, short-term interest rates rose in Germany as demand and inflationary pressures persisted. In all countries, however, the anti-inflationary stance of policies contributed to a decline in long-term rates.

Short-term interest rates in selected major industrial countries

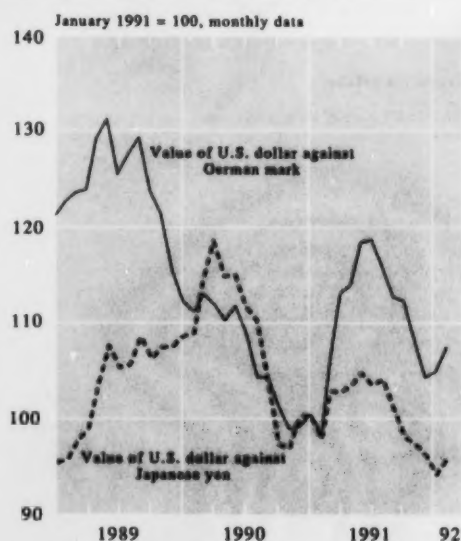


Long-term interest rates in selected major industrial countries



Movements in exchange rates over the year reflected changing interest rate differentials as well as a number of other economic and political factors. The U.S. dollar depreciated sharply against the major overseas currencies in the second half of 1990 and remained at low levels in early 1991 in response to weak domestic demand, declining U.S. interest rates and uncertainty surrounding developments in the Middle East. Though the dollar rebounded through mid-1991 on a temporary resurgence of consumer and investor confidence following the Gulf War, it subsequently declined again as the post-war mood dissipated, economic activity in the United States appeared to stall, and there was a further significant easing in U.S. interest rates.

U.S. dollar against selected foreign currencies

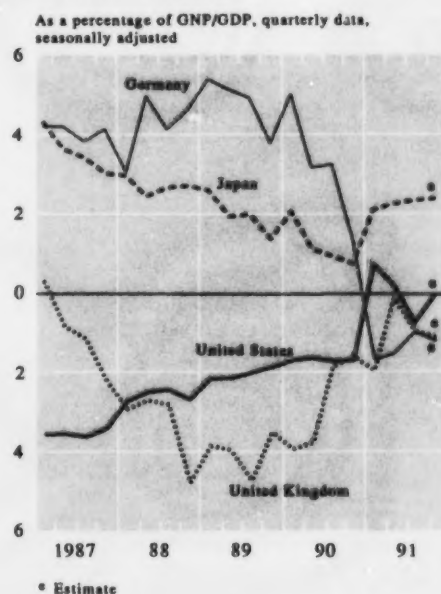


International trade and payments

External imbalances across many of the major industrial countries declined further in 1991 and are now significantly lower than the record levels reported in the mid- and late 1980s. Though much of the improvement in 1991 reflected changes in underlying economic con-

ditions and exchange rate movements, some of it was due to temporary factors – among these, the large transfer payments received by the United States from Germany and Japan after the Gulf War.

Current account balances

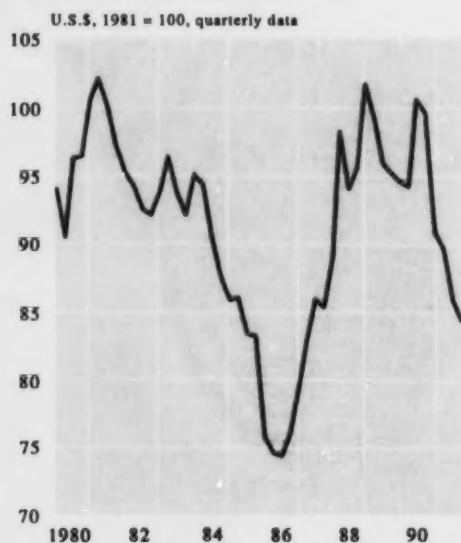


In 1991 trade frictions reemerged as an important concern. Disputes between Japan, Europe and the United States have attracted increased attention in recent months, raising concerns about renewed protectionism and the emergence of restrictions on international trade flows. These disputes have also impeded progress on the Uruguay Round of the General Agreement on Tariffs and Trade (GATT). These multilateral negotiations are of particular importance to Canada, which is highly dependent on world trade in both manufactured and primary products.

World commodity prices

Sluggishness in industrial production in the major world economies and additions to productive capacity in commodity exporting countries led to further declines in world commodity prices in 1991. In U.S. dollar terms, the average price of commodities produced in Canada fell to its lowest level in four years.

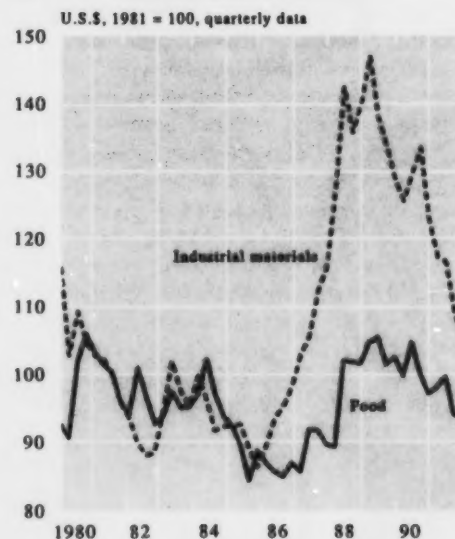
General commodity price index



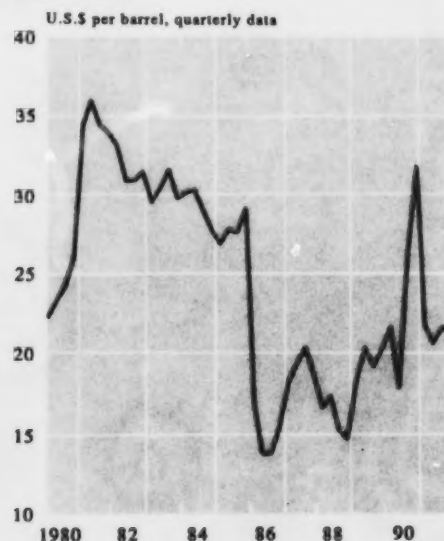
Prices of industrial materials and many food products were affected as well by rising inventories and, in the case of certain metals, a sharp increase in exports from the former Soviet Union as authorities tried to replenish their foreign exchange reserves. A notable exception in this regard was the price of wheat, which rose through most of the year in response to declining world stocks and increased import demand from the former Soviet Union.

Following the sharp upward movement and subsequent reversal of crude oil prices surrounding the events in the Persian Gulf, world oil prices remained relatively unchanged through most of 1991. Withdrawal of Kuwaiti

Food and industrial materials prices



World oil prices



and Iraqi supplies from oil markets and a marked decline in production in the former Soviet Union were largely offset by increased production in Saudi Arabia and reduced demand in North America.

Domestic economic activity and inflation

Total dollar spending continued to grow slowly in 1991, while inflation declined. The moderation in inflation and subsequent easing in monetary conditions have provided the basis for recovery from recession. Nonetheless, the consequences of past inflationary behaviour, such as rising costs and indebtedness as well as overinvestment in certain sectors, continued to exercise a moderating influence on domestic demand, while the sluggishness of activity in the United States and the slowdown in the overseas economies dampened foreign demand. Weakness in world prices for commodities also had the effect of slowing the growth of real income and demand in Canada.

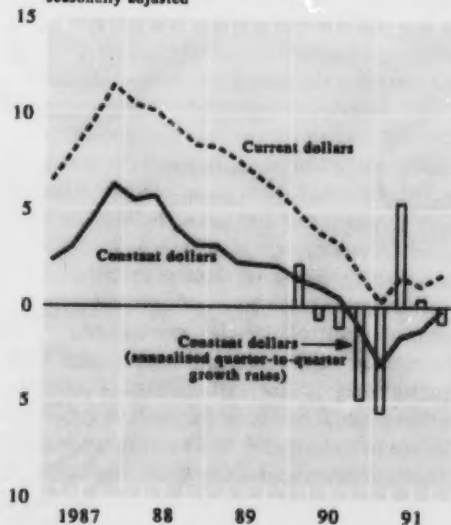
Aggregate demand

The economic slowdown continued into the first quarter of 1991, amid disturbances arising from unstable oil prices, the decline in demand in the United States and the realignment of relative prices in Canada resulting from federal sales tax reform. The Canadian economy rebounded sharply in the second quarter, but there was virtually no growth in the remainder of the year.

After posting a strong recovery in the second and third quarters of the year, Canadian exports in volume terms fell in the last quarter, mainly reflecting the sluggishness of the U.S. recovery, particularly the weakness in the

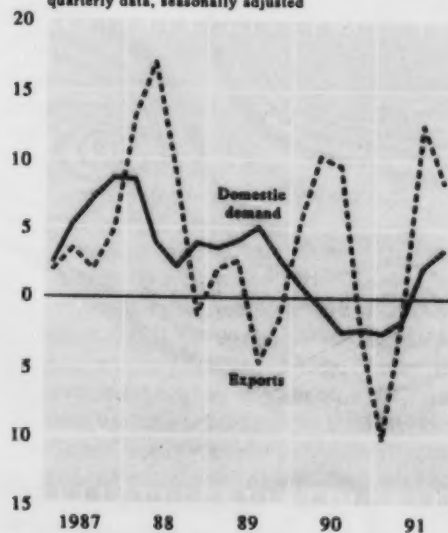
Gross domestic product

Year-over-year percentage change, quarterly data, seasonally adjusted



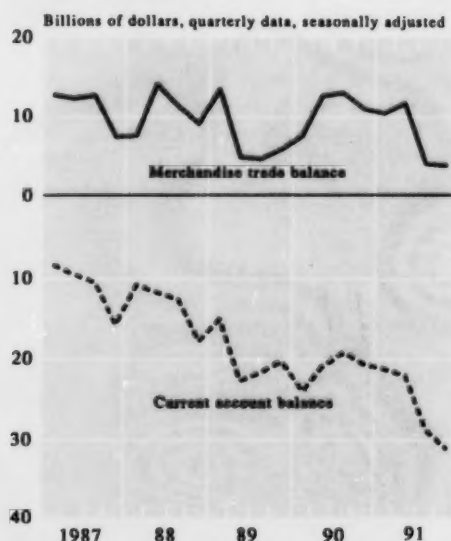
Domestic demand and exports, constant dollars

Two quarters over previous two quarters, percentage change at annual rates, quarterly data, seasonally adjusted



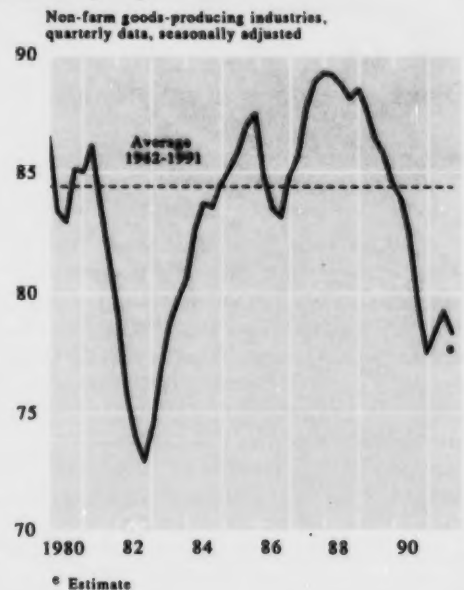
automobile sector. As noted earlier, export revenues and consequently national income were adversely affected by the weakness in world commodity prices. While the strength of the Canadian dollar undoubtedly accentuated the decline in export prices in Canadian dollars, it also contributed to the decline in import prices, thereby moderating the deterioration in the terms of trade. However, the fall in import prices was also a factor in the rise in imports at the expense of Canadian-made products. In this context, the Canadian trade surplus declined sharply and the current account deficit for the year grew by almost \$5 billion.

Balance of payments



Investment spending increased substantially in the energy sector, particularly in utilities and pipeline construction. However, shrinking profit margins and the generally high level of excess capacity led businesses in non-energy sectors to reduce investment further. This was most noticeable in commercial real estate, where rapid growth in recent years had produced

Rate of capacity utilization



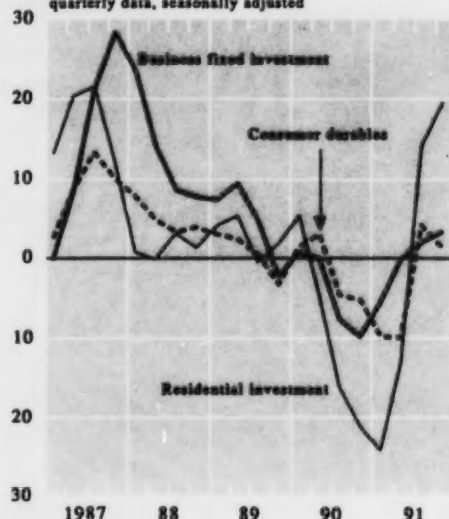
a sizeable surplus that has not yet been absorbed. Nevertheless, the fall in interest rates, by reducing the cost of capital and easing the debt service of businesses, has created a climate conducive to an investment recovery.

The efforts of most governments in Canada to contain their budget deficits, notably through tax measures which reduced the real disposable incomes of households, played a part in restraining the growth of aggregate demand.

Faced with high levels of debt and a less favourable employment situation, households reacted to the decline in their real disposable income by reducing their consumption spending. This development, coupled with the increasing trend towards cross-border shopping, resulted in an especially pronounced drop in retail sales. However, the combination of the decline in interest rates, the fall in house prices and government support programs for housing has sparked a significant recovery in the demand for housing. As discussed in the next section, the decline in interest rates and the slowing in the growth of household indebtedness have also reversed the upward trend in the debt service

Indicators of household and business demand, constant dollars

Two quarters over previous two quarters, percentage change at annual rates, quarterly data, seasonally adjusted



costs of households, thereby lessening the restraining influence of this factor on the growth of consumer spending.

The sluggishness of the economy resulted in a further drop in employment. The unemployment rate stood at 10.3 per cent at the end of the year, an increase of 1 percentage point compared to a year earlier.

Regional activity

The weakness of economic activity was most pronounced in Ontario. In part this reflected a correction from the unsustainable level of demand experienced during the 1988-89 period, which had led to a rapid escalation of costs in Ontario and an overhang of commercial real estate. The relatively large reduction in spending on automotive products in North America and in the demand for durable goods generally also had a disproportionate influence on Ontario, where the production of durable manufactured goods is particularly important. The decrease in economic activity, along with the growing penetration of imports, eroded the profitability of the manufacturing sector and led to a substantial decline in employment in the

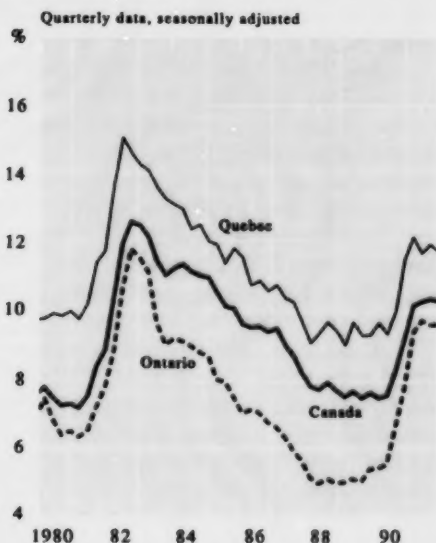
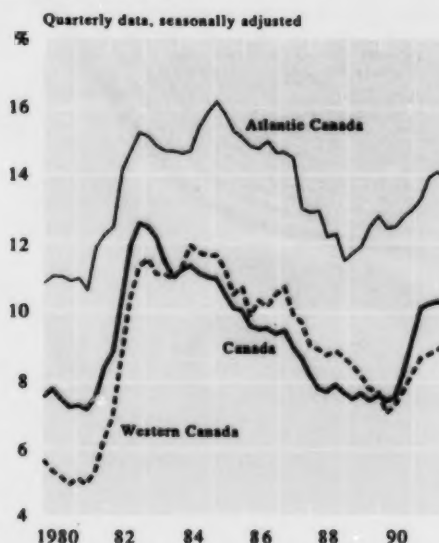
province. The latter contributed in turn to a larger reduction in retail sales in Ontario than in any other region.

The Quebec economy also experienced a contraction as foreign demand slowed, the prices of forest products, primary metals and chemicals fell, and the broadening of the Quebec sales tax dampened consumer spending. However, a substantial increase in investment in the electric power industry and the stimulation of residential construction by a provincial government program provided some support to economic activity.

Considerable difficulties in the resource industries weakened the economies of Atlantic Canada, with price declines occurring in key commodities such as metals, forest products and potatoes. Lower fish landings more than offset the impact of higher cod prices. However, non-residential construction increased as a result of important electric power projects and site preparation work for the Hibernia project.

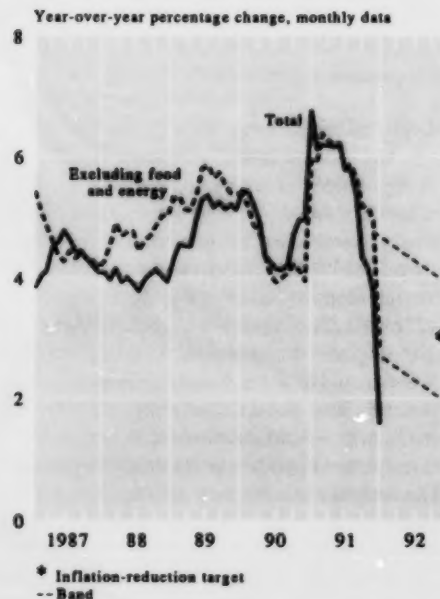
In the Prairies a decline in the average price of grain received by farmers from the Canadian Wheat Board contributed to a decrease in farm incomes to still lower levels despite a bumper harvest. Lower prices for crude oil, natural gas and petrochemicals also contributed to employment cuts in the petroleum industry. While emigration further restrained consumption and housing demand in Manitoba and Saskatchewan, activity was relatively firm in Alberta due in part to immigration, higher export volumes of energy and the continuation of large investment projects related to natural gas, pulp and paper, and chemicals. Reflecting this relative buoyancy, employment in Alberta rose by 1 per cent during the year.

While also facing lower commodity prices in key areas such as metals and pulp, employment in British Columbia nevertheless expanded by over 2 per cent during the year, with strong gains in transportation and utilities, manufacturing, and finance, insurance and real estate. Construction activity was buoyed by work on commercial projects in Vancouver and Victoria. Continued immigration from the rest of Canada and from abroad further helped support demand, with retail sales falling much less than in the other regions.

Unemployment rate**Unemployment rate****Price and cost developments**

The slowing in the pace of total spending was reflected in a significant reduction in the underlying rate of inflation, which occurred in spite of the fact that the introduction of the GST and increases in other indirect taxes added about 2.4 percentage points to the consumer price index during the year.

After rising to 6.8 per cent following the introduction of the GST, the 12-month increase in the CPI fell to 3.8 per cent in December. This decline reflected in part the reversal of the temporary rise in oil prices at the time of the Persian Gulf crisis. In January 1992, the rate of increase in the CPI fell to 1.6 per cent as the direct effects of the GST dropped out of the year-over-year growth rate. The decline in the rate of increase in the CPI, excluding food and energy, was also significant, although less dramatic. Following a sharp increase attributable mainly to higher indirect taxes, the rate of increase of this index gradually declined to 5 per cent in December, and then to 2.9 per cent in January 1992.

Consumer price index

Unit labour costs and GDP deflator at factor cost

Year-over-year percentage change, quarterly data, seasonally adjusted



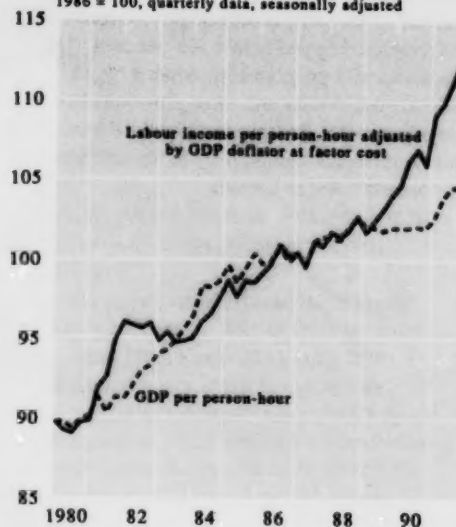
* Excluding federal sales tax rebate on inventories in the fourth quarter of 1990.

The upward trend in production costs began to moderate in 1991, although the growth of wages was slow to respond to the easing of demand. While the growth rate of the GDP deflator at factor cost – the broadest indicator of Canadian producer prices – remained on average around 2.5 per cent for a second year in a row, growth in average hourly earnings continued at over 5 per cent for almost the entire year. The rise in productivity contributed to a deceleration in the growth of unit labour costs, but it did not compensate fully for the gap between the increase in wages and that in producer prices. The resulting divergence between productivity and real wages led to a further narrowing of profit margins.

While negotiated wage increases in major settlements decelerated more rapidly than the growth in average earnings, these settlements, particularly in the private sector,

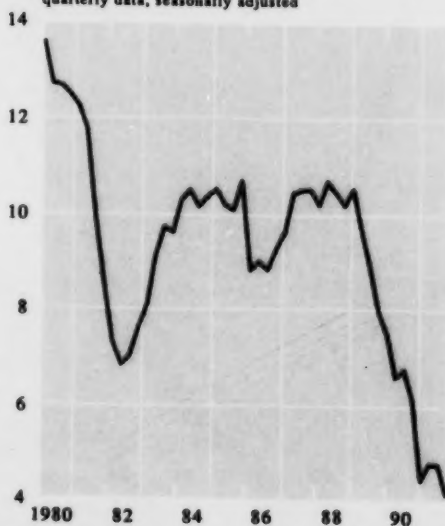
Real wages and labour productivity

1986 = 100, quarterly data, seasonally adjusted



Corporate profits

As a percentage of nominal GDP, quarterly data, seasonally adjusted



were also slow to reflect changing labour market conditions and the decline in inflation. Towards the end of the year, however, private sector wage settlements dropped below 3½ per cent. The wage restraint programs introduced by the federal government and most provinces hastened the adjustment of wages in the public sector, and this contributed significantly to the deceleration of cost increases in Canada.

Wage costs



Domestic monetary and financial developments

Monetary aggregates and credit market developments

After growing rapidly in the late 1980s, the broad monetary aggregates slowed markedly in 1990 and slowed still further in 1991. The deceleration in growth reflected easing inflationary pressures and the slowing in the pace of economic activity. In 1991, M2 rose by 6 per cent and M2+ by 8 per cent, both 2 percentage points lower than in 1990.

The narrow monetary aggregate M1 actually fell in 1990 but rose by 4 per cent in 1991. The turnaround in M1 can be attributed mainly to the sizable declines in interest rates,

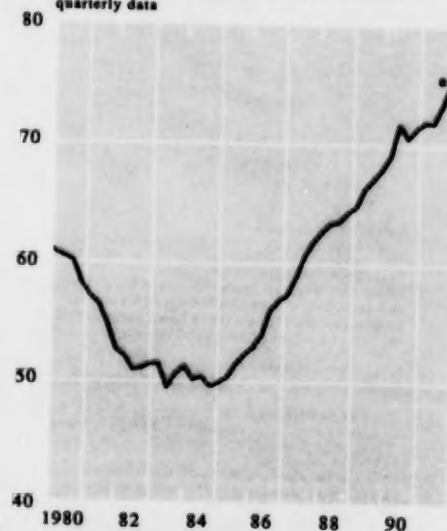
although the growth of M1 in 1991 was less than would have been suggested by historical relationships.¹

The growth of total household credit slowed to 6 per cent in 1991 in spite of lower interest rates. High levels of existing debt, increased uncertainty about future income growth, and expectations of lower future house price increases in a less inflationary environment all helped explain this moderation. While the ratio of household indebtedness to personal

¹ See "Recent developments in Canadian monetary aggregates," *Bank of Canada Review*, January 1992.

Household credit ¹

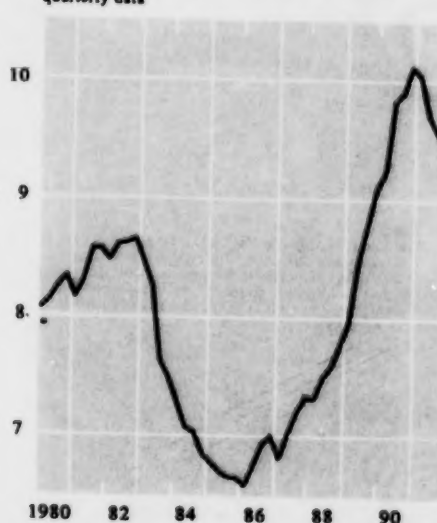
As a percentage of personal disposable income, quarterly data



1. All lending institutions
• Estimate

Estimated household debt service

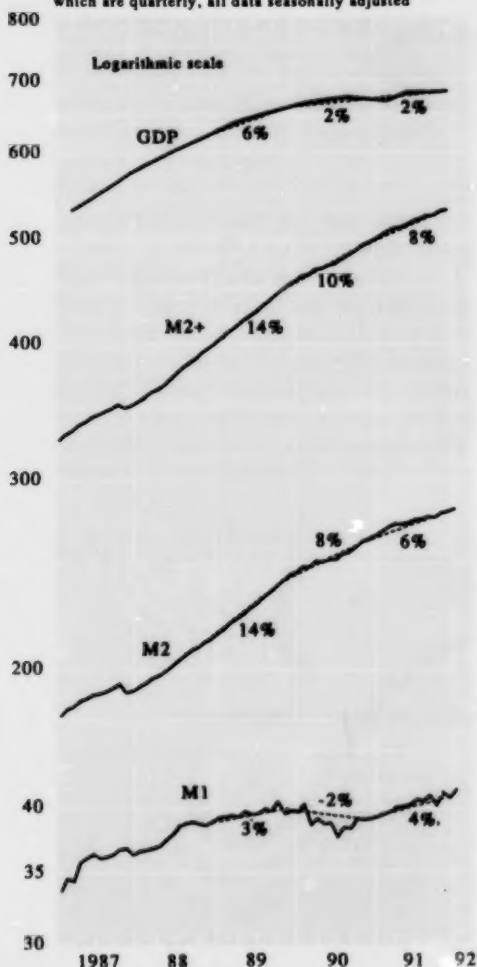
As a percentage of personal disposable income, quarterly data



• Estimate

Monetary aggregates and gross domestic product (GDP)

Billions of dollars, monthly data, except GDP data which are quarterly, all data seasonally adjusted



M2+:
M2 plus deposits at trust and mortgage loan companies, deposits and shares at credit unions and caisses populaires, deposits at Province of Ontario Savings Office and Alberta Treasury Branches, holdings of money market mutual funds and annuities issued to individuals.

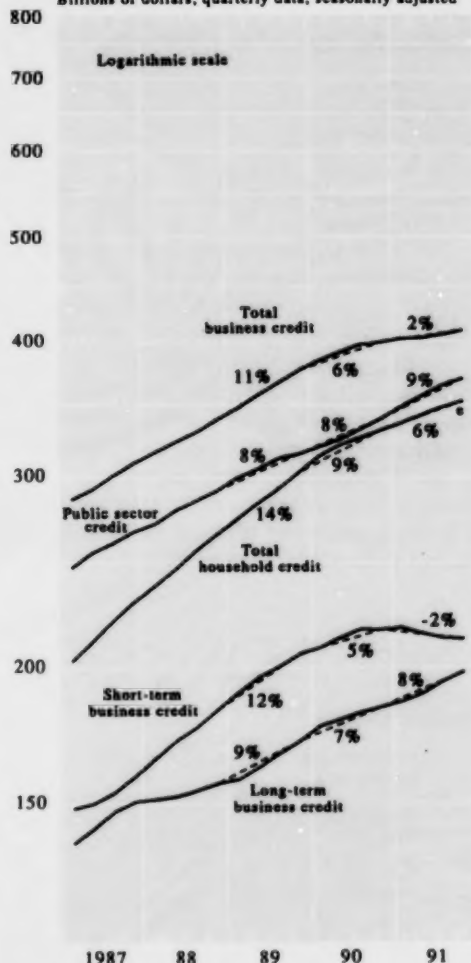
M2:
M1 plus personal savings deposits and non-personal notice deposits.

M1:
Currency and demand deposits less private sector float.

Note: All growth rates are calculated as the rate of change on a fourth-quarter-over-fourth-quarter basis.

Credit aggregates

Billions of dollars, quarterly data, seasonally adjusted



Total business credit:
Short-term business credit plus long-term business credit.

Short-term business credit:
Loans and financial leases extended to, and acceptances and commercial paper issued by, non-financial businesses. Foreign currency loans are adjusted to exclude the effect of exchange rate movements.

Long-term business credit:
Bonds and equities issued by non-financial businesses.

Total household credit:
Consumer credit and residential mortgage loans.

Public sector credit:
Loans extended to, and bonds and bills issued by, federal, provincial and municipal governments, and guaranteed bonds issued by provincial and municipal government enterprises.

* Estimate for total household credit in fourth quarter.

disposable income rose further in 1991, the debt service ratio for households declined as interest rates fell through the year. This reduction in the debt service ratio implies an increase in discretionary income in 1992.

Total business credit grew by 2 per cent in 1991, down from 6 per cent in 1990. The slowing in the demand for credit reflected the cutback in investment spending and the decline in liquid asset holdings in response to sluggish output growth and low profits. There was also a significant shift in the composition of credit as businesses attempted to improve their balance sheets by shifting towards equity and longer-term bond financing. Short-term business credit, in contrast, declined by 2 per cent overall and by 3 per cent at banks.

Corporate debt-to-equity ratio

Excluding loans with affiliated corporations, quarterly data



During 1991 there was much discussion in the United States of a "credit crunch." This term has been used to describe a situation in which low growth of bank credit, especially to business, reflected an unusual reluctance on the part of banks to lend. In Canada, it does not appear that the weakness in credit at banks was due to a significant change in overall lending

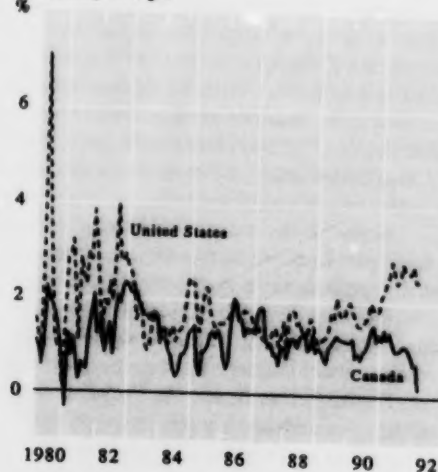
behaviour. Rather, the dominant factor was the weakness in the demand for total business credit, along with the shift in its composition towards equity and long-term debt.

Nevertheless, there are indications that financial institutions have been exercising caution in extending credit to certain sectors, consistent with prudent lending practice, given the current state of the economy and recent loan-loss experience. In particular, financial intermediaries were concerned about loans for commercial real estate, given the rise in vacancy rates and the declines in property values and rents.

Movements in interest rate spreads support the view that, overall, Canadian banks have been approaching their lending decisions in a manner consistent with past practices. Spreads between the prime rate and short-term market interest rates actually narrowed significantly over the last year and a half to some 70 basis points at year-end, well below the recent historical average of 120 basis points. In contrast, such spreads widened considerably in the United States.

Differential between prime rate and 90-day commercial paper

Monthly averages

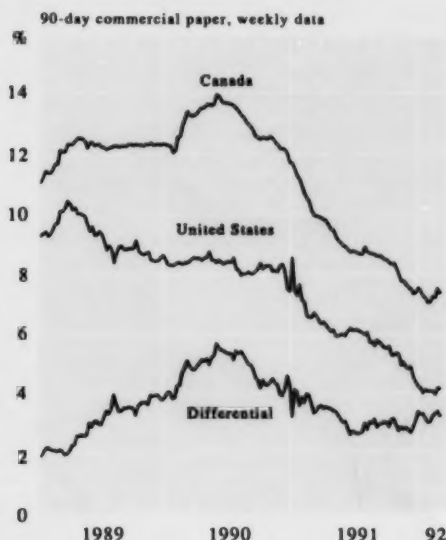


Monetary conditions

Monetary conditions eased significantly in 1991 and early 1992.

Short-term interest rates fell sharply in 1991, with 90-day paper rates declining from about 11½ per cent at the start of the year to 7½ per cent at year-end. While these rates fluctuated in the first two months of 1992, on balance they edged down further.

Canada-U.S. short-term interest rates



During the first ten months of the year the Canadian dollar on a trade-weighted basis rose by 4¼ per cent despite the decline in interest rate differentials against all major industrial countries. Underpinning the currency was strong demand for Canadian dollar assets, reflecting investor confidence in the commitment of Canadian monetary policy to its medium-term objective of price stability. In the latter part of 1991 the slowdown in capital inflows, stemming in large part from the further declines in interest rate differentials vis-à-vis the major European countries, contributed to the somewhat weaker dollar. At year-end the Canadian dollar was trading at about the same level as it began the year. The further decline in the Canadian dollar that began in mid-January 1992 brought the currency to a range of 84 to 85 cents (U.S.) during February.

Canadian dollar exchange rate

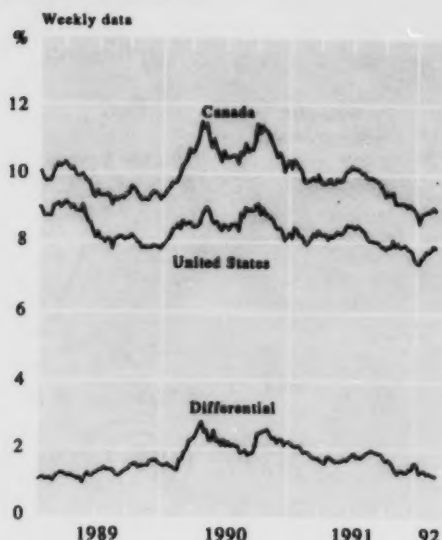


As inflationary expectations were revised downward, Canadian long-term bond yields declined substantially. Administered rates generally came down in line with market rates for similar maturities, and chartered banks lowered their prime rate on business loans by 4¾ percentage points during the year to 8 per cent. Mortgage rate declines were also pronounced, with one-year rates falling by 4 percentage points to 8½ per cent and 5-year rates by 2½ percentage points to just under 10 per cent by the end of 1991. Administered rates declined further in January 1992. The prime lending rate fell to 7½ per cent and the 5-year mortgage rate to 9¾ per cent – the lowest rates in nearly 20 years.

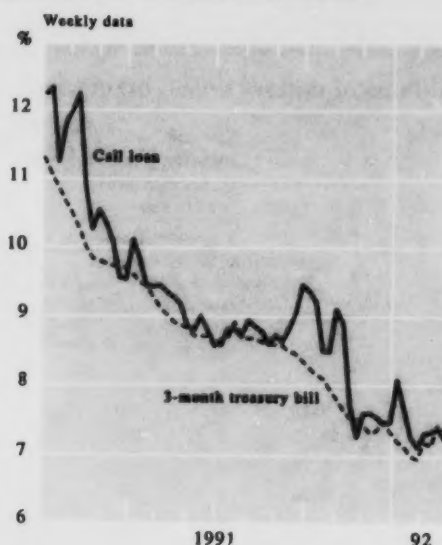
Monetary policy operations

For much of 1991 market expectations of declines in short-term interest rates were sufficiently strong that the Bank, in order to prevent unsustainably rapid reductions in rates, acted to temper the pace of such movements. The main method used was to limit the total supply of settlement balances that the directly clearing members of the Canadian Payments Association (CPA) maintain at the Bank of

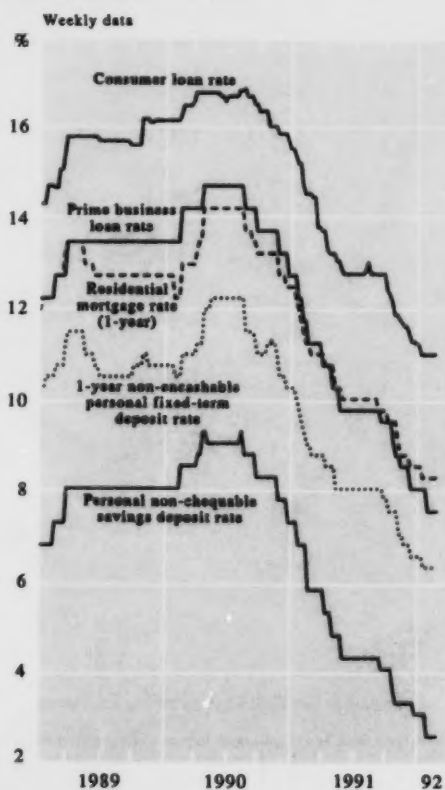
Yields on long-term Canadian and U.S. government bonds



Call loan and 3-month treasury bill rates



Selected bank interest rates



Canada, relative to the amount they were seeking to hold. This action put upward pressure on the overnight cost of financing investment dealers' inventories of money market instruments, with the call loan rate usually above the 3-month treasury bill rate. The Bank at times also took action through open market operations to restrain excessively rapid declines in short-term rates. It frequently sold treasury bills into the market and occasionally moved to tighten overnight financing through Sale and Repurchase Agreements (SRA). SRA involves offering to sell Government of Canada securities to chartered banks at a rate of the Bank's choosing and to buy them back the next business day.

On those occasions when overnight rates were higher than intended and the treasury bill market weakened, the Bank eased the cost of financing by offering, at a rate of its own choosing, Special Purchase and Resale Agreements (SPRA) to designated investment dealers and chartered banks (the jobbers). This involved buying short-term Government of Canada securities (typically treasury bills) and selling them back to the jobbers the next business day. The Bank also occasionally bought treasury bills outright in the market. The details of these various transactions are shown in Table 1.

Table 1
Bank of Canada transactions

Millions of dollars unless otherwise indicated

		Sale and repurchase agreements (SRA) outstanding		Special purchase and resale agreements (SPRA) outstanding		Purchase and resale agreements (PRA) ¹ outstanding		Sales and purchases of treasury bills ²	
		Number of days	Average ³ amount	Number of days	Average ³ amount	Number of days	Average ³ amount	Sales	Purchases
1991									
January	1-15	0	0.0	0	0.0	9	363.4	4,315.0	98.0
	16-31	0	0.0	1	37.9	10	303.6		
February	1-15	0	0.0	4	180.9	11	350.0	1,735.0	470.0
	16-28	0	0.0	3	137.8	8	362.6		
March	1-15	0	0.0	6	270.5	10	336.4	1,932.7	687.7
	16-31	0	0.0	1	20.6	6	136.6		
April	1-15	1	4.5	1	40.5	5	128.2	3,419.0	339.0
	16-30	0	0.0	2	69.5	5	78.3		
May	1-15	1	34.1	0	0.0	9	174.6	2,907.0	-
	16-31	0	0.0	0	0.0	7	103.8		
June	1-15	0	0.0	1	32.0	6	105.4	1,653.1	433.1
	16-30	0	0.0	0	0.0	4	103.2		
July	1-15	0	0.0	1	102.5	3	46.2	2,287.6	1,732.6
	16-31	3	67.9	1	26.7	3	27.1		
August	1-15	0	0.0	0	0.0	6	130.7	2,095.0	100.0
	16-31	0	0.0	0	0.0	5	117.9		
September	1-15	0	0.0	2	106.1	4	63.2	3,504.0	360.0
	16-30	0	0.0	1	37.3	10	319.2		
October	1-15	0	0.0	5	220.5	9	290.7	2,460.0	130.0
	16-31	0	0.0	2	105.0	11	303.1		
November	1-15	0	0.0	3	297.5	8	259.9	1,285.0	123.0
	16-30	0	0.0	1	43.5	1	21.5		
December	1-15	0	0.0	0	0.0	8	222.8	2,522.6	962.6
	16-31	1	77.5	3	164.0	2	9.4		
1992									
January	1-15	1	25.0	2	59.5	9	240.0	2,363.0	321.0
	16-31	0	0.0	1	33.8	5	81.5		
February	1-15	0	0.0	1	42.0	4	37.7		

1. Ordinary PRA is a form of financing available to investment dealer jobbers at their initiative, at Bank Rate and up to a predetermined limit.

2. Excludes purchases at tender and sales to client accounts. Includes portfolio-related switches of bills with money market participants.

3. Average based on the number of clearing days.

Cash reserves, settlement balances and advances

Millions of dollars unless otherwise indicated

Chartered bank cash reserves			Directly clearing non-bank members of the Canadian Payments Association			Cumulative computed settlement balances of bank and non-bank direct clearers
Cumulative excess reserves at end of period	Advances to chartered banks outstanding		Average deposit at Bank of Canada	Advances to non-banks outstanding		
	Number of days	Average ³ amount		Number of days	Average ³ amount	
1,088	10	142.7	67	18	13.9	
334	12	79.6				
1,555	11	145.4	81	12	31.7	
818	9	148.4				
1,426	11	76.6	80	13	19.5	
2,425	9	64.1				
616	11	100.0	66	19	19.9	
759	11	88.4				
253	11	117.9	67	15	17.8	
1,234	11	116.7				
1,044	10	68.7	61	16	27.4	
1,928	10	55.4				
951	10	120.8	79	14	10.2	
198	12	82.1				
319	11	142.9	70	16	10.3	
2,133	11	89.3				
1,214	9	102.3	61	14	13.2	
952	11	192.5				
1,718	10	118.6	70	15	15.2	
2,314	12	43.1				
1,848	10	98.8	59	19	33.8	Nov. 18
3,063	10	162.7				
1,594	10	193.4	63	20	52.5	Dec. 16
1,638	10	190.6				Jan. 15 625
1,619	10	151.1	59	21	56.4	Jan. 16
2,508	12	161.0				Feb. 16 465
931	10	209.5				

The framework linking the Bank of Canada to directly clearing financial institutions was modified as of 18 November 1991 to take account of changes impending under new financial institutions legislation (see below). One feature of the new system will be an increase in the number of advances that these financial institutions can be expected to take from the Bank of Canada. Table 1 shows the chartered banks' average excess reserve position for each reserve-averaging period in 1991, as well as the average monthly settlement balances for other direct clearers as a group. It also shows, from 18 November, the cumulative settlement balances of the direct clearers for each of the new averaging periods. In addition, the table reports the average advances outstanding. For banks these include \$29.5 million of extraordinary advances outstanding on 31 December 1991 to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank, the amount remaining of the advances made to these two banks in 1985.

Financial institutions legislation

The federal government's legislation on financial institutions, consisting of four bills covering banks, trust and loan companies, insurance companies, and co-operative credit institutions, received royal assent in December and is expected to be proclaimed in the spring of 1992. Under the legislation, federally regulated financial institutions will be able to offer most financial services either directly or indirectly through subsidiaries or networking. There will be certain exceptions, such as the restrictions against selling insurance through the branches of deposit-taking institutions. The changes will result in increased competition, thereby offering households and firms a greater choice of suppliers of financial services and products, as

well as increased convenience. A provision in the legislation requires it to be reviewed in five years.

The legislation maintains widely held ownership requirements for Schedule I banks and imposes a requirement (with the possibility of ministerial exemptions) that at least 35 per cent of the voting shares of other financial institutions with over \$750 million in equity be widely held. The Minister of Finance must approve all significant ownership changes.

A number of measures have been introduced to improve prudential safeguards. First, transactions of regulated financial institutions with related parties have been banned, with certain exceptions. Second, the Office of the Superintendent of Financial Institutions will have the power to obtain information from upstream companies or affiliates of regulated financial institutions. Finally, the role of boards of directors of financial institutions has been strengthened.

Of particular relevance for the way monetary policy is implemented is the elimination of legislated reserve requirements for chartered banks. Secondary reserve requirements will be eliminated immediately upon proclamation of the legislation, while primary reserve requirements will be phased out over a two-year period. In response both to this legislated phase-out and to the declines in required reserve deposits that have occurred in recent years, on 18 November 1991 the Bank of Canada changed the framework for implementing monetary policy on a day-to-day basis as outlined in Discussion Paper No. 3.² The new system will permit the Bank to exercise a degree of influence over very short-term interest rates similar to that under the previous system.

² *The Implementation of Monetary Policy in a System with Zero Reserve Requirements*, Discussion Paper No. 3, revised September 1991.

BANK OF CANADA ACTIVITIES

The Bank of Canada's activities relate to the four major functions set out in the *Bank of Canada Act*: monetary policy formulation; banking activities; the issue of bank notes; and management of Government of Canada debt.

Monetary policy formulation

In the area of monetary policy, the responsibility of the Bank of Canada is to contribute to good general economic performance in Canada. As discussed in the General Observations section of this report, this means managing the rate of monetary expansion in a way that is consistent with ensuring that the value of money is not eroded by persistent inflation. To this end, in February 1991 the Bank of Canada and the Government of Canada jointly announced targets for reducing inflation in Canada. The specific targets are to reduce the year-over-year rate of increase in the consumer price index to:

- 3 per cent by the end of 1992
- 2½ per cent by the middle of 1994
- 2 per cent by the end of 1995.
- Thereafter, the objective would be further reductions in inflation until price stability was achieved. While a good deal of work has already been done on what stability in the general level of prices means operationally, a more precise definition of price stability has not been specified in the event that further evidence and analysis become available over the next few years.¹

¹ For more discussion of the inflation-reduction targets see "Background note on the targets," *Bank of Canada Review*, March 1991, and "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations," *Bank of Canada Review*, September 1991.

Monetary policy formulation involves the choice of a path of monetary expansion consistent with achieving the policy objectives embodied in the inflation-reduction targets. In determining the path and the appropriate monetary conditions to bring it about, the Bank assesses financial and economic developments in Canada and abroad. This process involves meetings with industry associations and individual companies, liaison with financial market participants, and a wide range of other contacts, along with the examination of economic and financial statistics.

To keep abreast of international developments, and as part of its involvement in international financial matters, the Bank participates in international meetings, including those of the finance ministers and central bank governors of the Group of Seven Countries (the G-7), the Organisation for Economic Co-operation and Development, the Bank for International Settlements and the International Monetary Fund (IMF).

On the basis of information gathered from both domestic and international sources, supplemented by studies on how the economy works, economists at the Bank prepare analyses of economic and financial developments. These feed directly into the process for making decisions about monetary policy.

Senior staff also discuss policy issues and progress in meeting objectives with a variety of groups in Canada. In 1991 the Governor gave six formal speeches to groups representing a cross-section of the economy from Vancouver to Saint John, and he appeared on two occasions before parliamentary committees. As well, the Governor and senior officers of the Bank met informally on more than 125 occasions during the year with academics, interest groups, industry and financial groups, and provincial

public servants across the country, exchanging information on the state of the national and regional economies.

Bank staff on occasion provide technical assistance to developing countries, typically through the IMF. As well, the Bank has agreed to provide technical assistance under the auspices of the IMF to the central banks of the Eastern European reforming economies and the republics of the former Soviet Union.

Banking activities

Under the *Bank of Canada Act*, the Bank undertakes a variety of banking activities. These are mainly operations supporting the implementation of monetary policy and the provision of banking services for the government and other clients.

Implementation of monetary policy

The implementation of monetary policy involves bringing about the setting of monetary conditions consistent with the desired path of monetary expansion. The Bank's ability to affect monetary conditions flows primarily from its influence on the rate of financing in the overnight market. This influence comes about mainly through its daily decisions on the availability of settlement balances to financial institutions directly involved in the clearing of cheques and other payment items. As discussed earlier in the section of this report on the Bank's monetary policy operations, actions to adjust the quantity of these balances are supplemented from time to time with special financing arrangements (Special Purchase and Resale Agreements and Sale and Repurchase Agreements) for designated money market participants and with outright purchases or sales of Government of Canada treasury bills.²

In 1991, the Bank made purchases, net of maturities, of \$32.9 billion of newly-issued treasury bills. Its purchases were used primarily in open market operations, although it also sold over \$6.3 billion to clients (central banks, Government of Canada accounts and interna-

tional agencies). After taking account of net sales in the market for monetary policy purposes, the Bank's holdings of bills increased by almost \$2.6 billion during the year. These assets were acquired in the main as the counterpart to the increase in the Bank's liabilities for bank notes and deposits of financial institutions.

Managing the federal government's cash position

The Bank actively manages the government's cash balances, in conjunction with the Department of Finance, in order to minimize the cost of the government's liquidity and debt service requirements. The regular treasury bill tender varied in 1991 from week to week between \$5 billion and \$7.2 billion, depending on cash needs. Using the cash management swap technique introduced in 1991, the Exchange Fund Account (EFA) swapped some of its foreign currency assets for Canadian dollars with Canadian banks for terms from one day to three months. This arrangement helped to reduce the need for cash management bills (treasury bills with terms shorter than three months – as short as 11 days in 1991). Thus, there were 11 issues of these bills in 1991, totalling \$13.5 billion, against 22 issues totalling \$24 billion in 1990. In addition, in order to limit the government's demand deposit balances to the minimum necessary cushion for implementing monetary policy and for government payments, cash balances in excess of daily requirements were auctioned to direct clearers for specific terms of one to ten days; the daily amount outstanding of such term balances averaged \$1.9 billion in 1991, and ranged between none and \$6.4 billion. Shares of demand deposits were auctioned to the direct clearers for each semi-monthly reserve-averaging period.³

Exchange Fund Account

The Bank, acting on behalf of the Minister of Finance, intervenes in the foreign exchange market to help maintain orderly conditions and manages the asset portfolio of the

² For further discussion of the Bank's primary technique for implementing monetary policy see "Bank of Canada cash management: The main technique for implementing monetary policy," *Bank of Canada Review*, January 1991.

³ See "Receiver General deposit auctions: A technical note," *Bank of Canada Review*, August 1991.

Exchange Fund Account. Intervention in the market generally involves the purchase or sale of U.S. dollars in exchange for Canadian dollars. As well, the Bank intervenes in other currencies, notably German marks and Japanese yen, usually in concert with central banks of other major industrial countries (the G-7). With the higher level of official reserves in recent years, the resources devoted by the Bank to managing the portfolio have increased, including the acquisition of automated systems for reserve investment decisions.

Canada's official reserves declined by the equivalent of U.S.\$1,679 million in 1991, to U.S.\$16,901 million at year-end. This decline was more than accounted for by the introduction of EFA cash management swaps, discussed above, of which U.S.\$2 billion were outstanding at year-end. As well, there were net repayments of U.S.\$929 million of Canada Bills, issued in the United States, bringing the amount outstanding at the end of 1991 to U.S.\$38.5 million.

Foreign central banks

The Bank of Canada maintains deposit accounts for 57 foreign central banks, thereby facilitating the official transactions that these banks or their governments may have in Canadian dollars. In 1991, the Bank of Canada entered into an agreement with the central bank of Mexico which provided for establishment of a reciprocal standby currency facility and for regular consultation on financial and economic matters. There have been no drawings on the facility. A similar facility has been in place with the U.S. Federal Reserve Bank of New York since 1962. As well, with the concurrence of the Minister of Finance, the Bank participated with monetary authorities of other industrial countries in a bridge-financing arrangement for Romania. Canada's share in this multilateral facility, which was related to IMF financing, was U.S.\$10 million. Romania fully repaid all drawings under the facility prior to maturity.

Other banking activities

The Bank of Canada acts as registrar of Notices of Intention by the chartered banks to take security for loans, in the form of certain classes of equipment and inventory, under Section 178 of the *Bank Act*. As well, unclaimed chartered bank balances are transferred to the Bank for custody after being inactive for ten

years; the central records of these balances may be reviewed by the public free of charge at any Bank of Canada Agency. This regime for unclaimed balances will be extended to federally incorporated trust and loan companies under the new federal legislation.

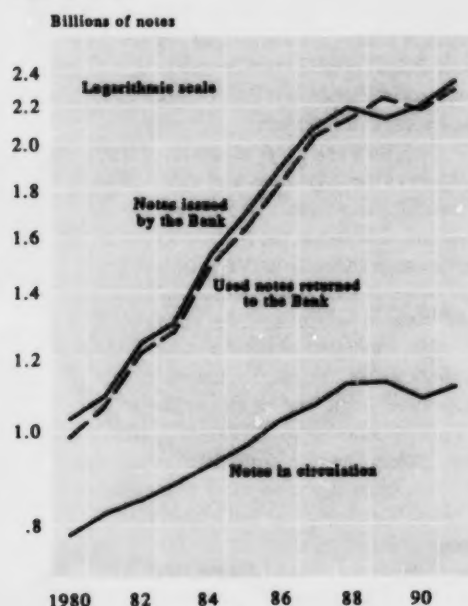
The Bank plays an advisory role with respect to the regulation and supervision of financial institutions. To ensure close co-ordination between the Bank's lender of last resort responsibility and the supervisory activities of the Office of the Superintendent of Financial Institutions, the Governor is an *ex officio* member of the Financial Institutions Supervisory Committee, chaired by the Superintendent. The Governor is also an *ex officio* member of the Board of Directors of the Canada Deposit Insurance Corporation.

To ensure proper risk management in Canada's clearing and settlement systems and to meet its own operating requirements, the Bank is involved in a number of areas: it is co-operating with other members of the Canadian Payments Association in an examination of proposals for a large-value transfer system; it is co-operating with the Canadian Depository for Securities in the development of a debt clearing service to handle the clearing and settlement of debt and money market securities transactions; it is a member of committees set up in Canada to study the feasibility of implementing the recommendations of the report of the Group of Thirty on clearing and settlement systems for securities transactions; and it is involved in discussions with financial institutions concerning a multilateral foreign exchange netting mechanism.

Bank note issue

The Bank must ensure that the need for bank notes is met in an effective manner across the country and that the notes are readily accepted without concerns about counterfeiting. Notes are issued by the Bank to meet the public's demand for additional notes and to replace worn notes taken out of circulation. Besides issuing new notes, the Bank reissues used notes still fit for circulation that have been returned by financial institutions that find themselves with an excess supply. At the end of 1991, the value of notes in circulation amounted to \$24.5 billion, some 90 per cent of the Bank of Canada's total liabilities.

The volume of notes processed by the

Bank notes

Bank, at its Agencies across the country, increased again in 1991 following a pause after the Bank stopped issuing the \$1 note in mid-1989. Over 4.5 billion notes were processed, reflecting withdrawals of notes by financial institutions and the return of used notes to the Bank by those institutions.

Note processing is heaviest at the Montreal and Toronto Agencies, each of which accounted for over one-quarter of the total in 1991. Since the present facilities were built, in 1950 in Montreal and in 1958 in Toronto, the volume of bank notes processed in each of these centres has increased about tenfold. In order to handle current volumes more efficiently, as well as projected increases in volumes, the Bank is constructing new cash processing centres outside the financial core in both Montreal and Toronto. These centres will use newer technology that will improve productivity. The new Montreal operations centre is scheduled to be fully operational by mid-1993 and the Toronto centre about a year later.

As part of its program to deter counterfeiting, the Bank is acquiring additional equipment to produce its Optical Security

Device (OSD) and to apply it to bank notes. This equipment is required in order to include the OSD on a new \$20 note, planned to be issued in 1993. The \$20 note is the most heavily used Canadian note, accounting for over 30 per cent of the total number of notes in circulation. The OSD is already applied to the new \$50 and \$100 notes, introduced in 1989 and 1990.

Management of Government of Canada debt

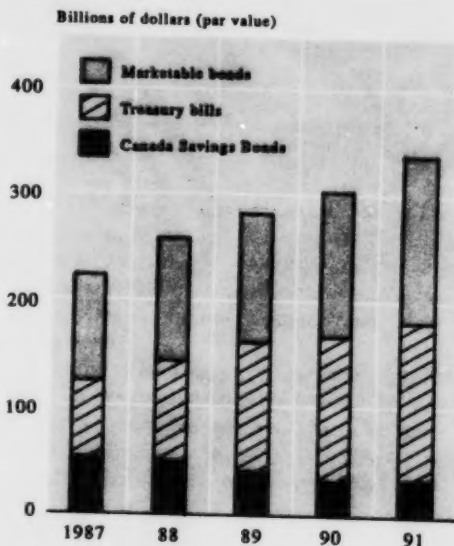
As statutory fiscal agent for the government, the Bank of Canada acts as adviser and administrator for new debt issues and is responsible for servicing and eventually redeeming outstanding debt. In 1991, the government's Canadian dollar market debt outstanding – marketable bonds, treasury bills and Canada Savings Bonds – increased by \$32.6 billion to \$340.7 billion.⁴ Over one-half of the increase in outstanding debt was in the form of marketable bonds, which rose to 46.2 per cent of the total. Nearly 75 per cent of the dollar value of the bond program was sold at auction, with the rest distributed on a fixed-price basis by syndicates of investment dealers and banks. The program included the first issue, \$700 million, of Real Return Bonds, whose nominal return is linked to the consumer price index.

Treasury bills were relied on to a somewhat lesser extent in 1991 than in 1990 and their proportion of the outstanding domestic market debt decreased from the record level of 43.9 per cent in 1990 to 43.3 per cent. The average term of the marketable portion of the outstanding domestic debt (bonds and treasury bills) rose by 4 months, to 4 years and 5 months. The proportion of the Canadian dollar market debt on which interest rates are adjusted within a year (including \$4.9 billion of Canadian dollar interest rate swaps outstanding at the end of 1991) declined during the year from 60.6 per cent to 59.7 per cent.

The amount of Canada Savings Bonds (CSBs) outstanding rose by \$1.4 billion in 1991

⁴ In addition, the government debt included foreign currency debt and non-market debt issued to Government of Canada accounts, almost all of it to superannuation accounts.

Outstanding stock of Canadian dollar market debt



following two years of significant declines. Gross sales of the new issue of CSBs were \$9.6 billion. Nonetheless, the proportion of outstanding domestic market debt in the form of CSBs decreased further, to 10.5 per cent, less than half of the proportion at the recent peak in 1987.

The Bank is responsible for the integrity of the domestic public debt records and for the accuracy and efficiency of the payments it makes on behalf of the government for interest and debt redemption. The volume of processing involved in administering the debt decreased in 1991 for the second year in a row. The reductions were related to both CSBs and marketable bonds.

CSBs account for three-quarters or more of the total processing volume each year. In 1991, there was a further substantial reduction in the number of CSB certificates redeemed. However, this was partly offset by the larger CSB sales and by an increase in servicing activity, as the Bank was required, starting with the 1990 series, to begin reporting to CSB holders accrued interest income each year on compound-interest CSBs.

A decrease in the past two years in processing related to marketable bonds has mainly been the result of the inclusion of these bonds in the computerized clearing and settlement systems of the Canadian Depository for Securities. This initiative has led to a substantial decline in the number of certificates processed as well as a consolidation of interest payments.

The Bank is developing an automated register for marketable government bonds to replace the current paper-based system. This change will provide a more effective and secure processing environment than is possible with a manual system.

BANK OF CANADA OPERATING EXPENSES

The Bank of Canada operates under the management of a Board of Directors. The Board approves objectives, plans and the budget for the Bank after reviewing proposals to ensure that activities are carried out effectively and economically.

The plan of activities and the budget for 1991, which were approved in December 1990, were subsequently modified to ensure that the level of expenditures would be fully consistent with the federal government's expenditure restraint program introduced on 26 February 1991. A number of projects were postponed or cancelled and staff requirements were curtailed in order to constrain expenditures in 1991. In addition to reducing the 1991 budget, the Board approved an objective of holding the average annual growth in operating expenses below 3 per cent over the next five years. Within this target, the Bank must accommodate the impact of the construction and future use of the new cash processing centres in Montreal and Toronto, as well as the introduction of a new \$20 note incorporating the Optical Security Device. In order to accommodate above-average growth rates in 1994 and 1995 when the peak impact of these projects will occur, the growth in operating expenses will have to be held below 3 per cent in 1992 and 1993.

The Bank's operating expenses for 1991 came in below budget and were held to the 1990 level. Apart from the effect of the GST, expenses were 2 per cent lower than in 1990. The composition of the Bank's operating expenses is shown in the following table.

Operating expenses

Millions of dollars

	1991	1990
Staff expenses	97.5	96.0
Bank note costs	41.7	41.5
Other expenses	49.2	48.4
Depreciation	17.2	20.1
Operating expenses	<u>205.6</u>	<u>206.0</u>

In 1991, the total salary bill rose by less than 2 per cent. An increase in wage rates and salary ranges approved at the end of 1990 and a shift in the mix of skills employed resulted in an increase in the average salary paid. At the same time, total staff years employed during 1991 (including temporary, part-time and overtime work but excluding staff engaged in maintaining the premises) fell from 2,301 to 2,193, a decline of 4.7 per cent from 1990.

For 1992, there will be a further decline in staff years employed of almost one per cent, and there is no increase in wage rates or in salary ranges. Senior managers' salaries are frozen. For other salaried staff, individual salary levels were reviewed under the Bank's compensation policy and adjustments within salary ranges were made in those cases where the salary level was not consistent with the level of performance. In total these adjustments were comparable to the annual step increases that take place within the salary ranges for federal government employees.

Bank note expenditures are mainly for the purchase and shipping across the country of new bills printed for the Bank by the B A Bank-note and the Canadian Bank Note companies in Ottawa. The number of Optical Security Devices produced and applied to notes continued to rise in 1991 with the growing number of new \$50 and \$100 notes issued. In addition, about 5 per cent of the bank note expenditures reflect the costs of research to improve security features and processing. Recently developed equipment has enabled the Bank to recover and reissue a higher proportion of the used notes it receives on deposit and to reduce the orders for new notes.

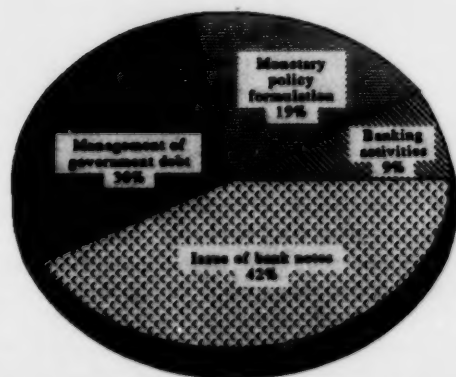
A significant factor adding to the "Other expenses" of the Bank in 1991 was the initial costs associated with a shift to external suppliers of cleaning services for the Bank's buildings. Savings from the contracting out of this work are expected to be \$1.5 million in 1992 and \$2 million annually thereafter.

The depreciation charge for the use of buildings and equipment fell in 1991 following the large initial allowance for depreciation associated with a major replacement of computers in 1990. However, depreciation expenses will rise over the next few years as the new cash centres in Montreal and Toronto are completed and equipped, and additional equipment is brought on stream to produce and apply Optical Security Devices.

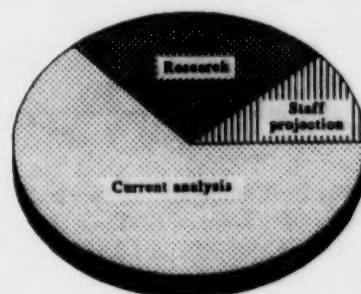
The Bank has taken action to increase the recovery of costs for providing certain services and is examining the feasibility of further steps in this direction. The fees charged for wire transfers and other same-day services relating to Government of Canada bond transactions were extended in 1991 to include treasury bills. An entrance fee to the Bank's Currency Museum was introduced in 1991. Authority has been sought to adjust the fees charged for the registration of the intention to pledge certain assets for loan security under Section 178 of the *Bank Act*.

Operating cost by function

The following chart shows how the Bank's total operating costs of \$205.6 million are allocated to its major functions:

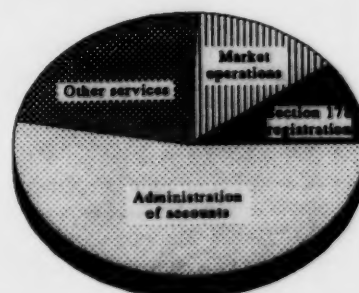


Monetary policy formulation



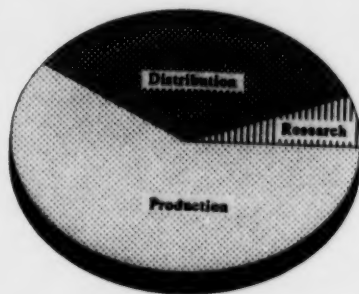
Operating costs related to the formulation of monetary policy amounted to about \$39 million in 1991. About three-quarters of the total was related to the assessment of financial and economic conditions in Canada and abroad and the economic outlook. The balance of the costs was associated with more in-depth research into the operation of the economy and financial markets.

Banking activities



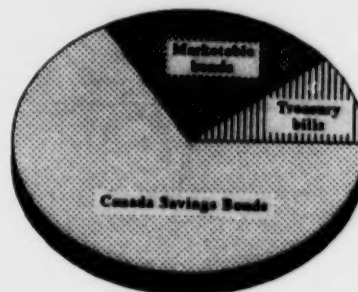
The net cost of banking activities was almost \$19 million for the year. About two-thirds of these costs were for the administration of accounts and market operations where there is little scope for cost recovery. "Other services" accounted for almost one-quarter of banking activity costs and related mainly to advances to members of the Canadian Payments Association, administration of unclaimed bank balances and management of the national currency collection and museum.

Issue of bank notes



The operating costs associated with the issue of bank notes totalled \$86 million. The production costs, representing about 60 per cent, included the purchase of new notes and the cost of producing and applying an Optical Security Device to the higher denomination notes. Distribution costs, the next largest component, related to the transport of new notes to the Bank's Agencies, processing of orders and returns of notes from banks. Research costs mainly reflected the development of bank note security features.

Management of government debt



The cost of managing the Government of Canada debt totalled \$62 million. By law, the Bank provides such fiscal agency services without charge, with the level of these activities dependent upon the government's requirements. About two-thirds of the total costs were associated with the processing of Canada Savings Bonds, which are much more widely held than marketable bonds and treasury bills.



FINANCIAL STATEMENTS

AUDITORS OF THE BANK OF CANADA
VERIFICATEURS DE LA BANQUE DU CANADA

RAYMOND, CHABOT, MARTIN, PARÉ

PEAT MARWICK THORNE

AUDITORS' REPORT

We have audited the statement of assets and liabilities of the Bank of Canada as at December 31, 1991 and the statement of revenue and expense for the year then ended. These financial statements are the responsibility of the Bank's management. Our responsibility is to express an opinion on these financial statements based on our audit.

We conducted our audit in accordance with generally accepted auditing standards. Those standards require that we plan and perform an audit to obtain reasonable assurance whether the financial statements are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the financial statements. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall financial statement presentation.

In our opinion, these financial statements present fairly, in all material respects, the financial position of the Bank as at December 31, 1991 and the results of its operations for the year then ended in accordance with the accompanying summary of significant accounting policies applied on a basis consistent with the preceding year.

Raymond, Chabot, Martin, Paré *Peat Marwick Thorne.*

Chartered Accountants

Ottawa, Canada

January 24, 1992

Bank of Canada**Statement of revenue and expense****Year ended 31 December 1991****(with comparative figures for 1990)**

	<u>1991</u>	<u>1990</u>
	Millions of dollars	
REVENUE:		
Revenue from investments, net of interest paid on deposits of \$39.0 (\$46.7 in 1990)	<u>\$2,324.4</u>	<u>\$2,614.5</u>
OPERATING EXPENSES:		
Staff expenses (note 2):		
Salaries	\$ 80.2	\$ 78.9
Contributions to pension and insurance funds	11.8	10.9
Travel and staff transfers	2.7	3.4
Other staff expenses	<u>2.8</u>	<u>2.8</u>
	97.5	96.0
Bank note costs	41.7	41.5
Other expenses:		
Premises maintenance – net of rental income	21.2	19.8
Taxes – municipal and business	10.9	10.3
Directors' fees	0.1	0.1
Auditors' fees and expenses	0.6	0.6
Data processing and computer costs	7.5	7.8
Printing of publications	0.7	0.8
Other printing and stationery	2.0	2.4
Postage and express	1.7	1.7
Telecommunications	1.9	2.0
Other expenses – net (note 3)	<u>2.6</u>	<u>2.9</u>
	49.2	48.4
Depreciation on buildings and equipment	<u>17.2</u>	<u>20.1</u>
	205.6	206.0
NET REVENUE PAID TO RECEIVER GENERAL FOR CANADA	<u>\$2,118.8</u>	<u>\$2,408.5</u>

(See accompanying notes to the financial statements)

Bank of Canada
Statement of assets and liabilities

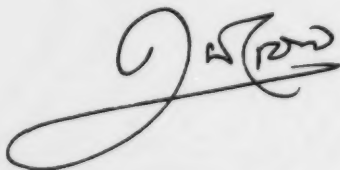
As at 31 December 1991
(with comparative figures for 1990)

ASSETS	1991	1990
	Millions of dollars	
Deposits payable in foreign currencies:		
U.S.A. dollars	\$ 230.7	\$ 343.8
Other currencies	6.2	24.0
	<u>236.9</u>	<u>367.8</u>
Advances to members of the Canadian Payments Association (note 8) ...	1,173.9	470.7
Investments — at amortized values:		
Treasury bills of Canada	12,819.1	10,247.8
Other securities issued or guaranteed by		
Canada maturing within three years	3,920.1	3,997.2
Other securities issued or guaranteed by		
Canada not maturing within three years	5,356.6	5,753.4
Other investments	<u>3,002.9</u>	<u>3,863.7</u>
	<u>25,098.7</u>	<u>23,862.1</u>
Bank premises (note 4)	196.6	167.6
Other assets	339.0	406.3
	<u><u>\$27,045.1</u></u>	<u><u>\$25,274.5</u></u>

(See accompanying notes to the financial statements)

LIABILITIES

	1991	1990
	Millions of dollars	
Capital paid up (note 5)	\$ 5.0	\$ 5.0
Rest fund (note 6)	25.0	25.0
Notes in circulation	24,481.4	22,970.0
Deposits:		
Government of Canada	21.0	10.6
Chartered banks	1,617.9	1,458.3
Other members of the Canadian Payments Association	133.6	134.0
Other deposits	559.4	405.8
	2,331.9	2,008.7
Liabilities payable in foreign currencies:		
Government of Canada	95.6	210.4
Other liabilities	106.2	55.4
	<u>\$27,045.1</u>	<u>\$25,274.5</u>



Governor, J. W. CROW



Chief Accountant, J.-P. AUBRY

Bank of Canada

Notes to the financial statements

Year ended 31 December 1991

1. Significant accounting policies:

The financial statements of the Bank conform to the disclosure and accounting requirements of the Bank of Canada Act and the Bank's by-laws. The significant accounting policies of the Bank are:

a) Revenues and expenses:

Revenues and expenses are accounted for on the accrual basis except for interest on advances to a bank ordered to be wound up where interest is recorded as received.

b) Investments:

Investments, consisting mainly of Government of Canada treasury bills and bonds, are recorded at cost adjusted for amortization of purchase discounts and premiums. The amortization as well as gains and losses on disposition are included in revenue.

c) Translation of foreign currencies:

Assets and liabilities in foreign currencies are translated to Canadian dollars at the rates of exchange prevailing at the year-end. Gains and losses from translation of, and transactions in, foreign currencies are included in revenue.

d) Bank premises:

Bank premises, consisting of land, buildings and equipment, are recorded at cost less accumulated depreciation. Depreciation is calculated on the declining balance method using the following annual rates:

Asset	Rate
Buildings	5%
Computer equipment	35%
Other equipment	20%

A full year of depreciation is charged against assets in the year of acquisition, except for Projects in progress which are depreciated from the point of substantial completion. No depreciation is taken on assets in the year of disposal.

e) Pension plan:

Pension plan expense is recorded on the basis of the Bank's contributions. Actuarial surpluses or deficiencies, if any, are amortized over periods not exceeding those provided for by the Pension Benefits Standards Act, 1985, and the regular contributions are adjusted accordingly.

f) Insurance:

The Bank does not insure against direct risks of loss to the Bank, except for potential liabilities to third parties and where there are legal or contractual obligations to carry insurance. Any costs arising from these risks are recorded in the accounts at the time they can be reasonably estimated.

2. Staff expenses:

Wages and benefits of Bank staff engaged in premises maintenance are not included in this category but rather as part of the Premises maintenance expenses.

3. Other expenses - net:

Other expenses - net includes expenses recovered through fees for a variety of services provided by the Bank. In the past, these recoveries (\$0.7 million in both 1990 and 1991) were recorded in Revenue.

4. Bank premises:

	1991			1990		
	Millions of dollars					
	Cost	Accumulated depreciation	Net book value	Cost	Accumulated depreciation	Net book value
Land and buildings	\$174.6	\$ 79.2	\$ 95.4	\$173.8	\$ 74.3	\$ 99.5
Computer equipment	43.4	31.7	11.7	40.6	25.5	15.1
Other equipment	68.6	44.2	24.4	62.9	38.2	24.7
	<u>286.6</u>	<u>155.1</u>	<u>131.5</u>	<u>277.3</u>	<u>138.0</u>	<u>139.3</u>
Projects in progress	65.1	—	65.1	28.3	—	28.3
	<u>\$351.7</u>	<u>\$155.1</u>	<u>\$196.6</u>	<u>\$305.6</u>	<u>\$138.0</u>	<u>\$167.6</u>

5. Capital:

The authorized capital of the Bank is \$5.0 million divided into 100,000 shares of the par value of \$50 each. The shares are fully paid and in accordance with the Bank of Canada Act have been issued to the Minister of Finance, who is holding them on behalf of Canada.

6. Rest fund:

The rest fund was established by the Bank of Canada Act and represents the general reserve of the Bank. In accordance with the Act, the rest fund was accumulated out of net revenue until it reached the stipulated maximum amount of \$25.0 million in 1955. Subsequently, all net revenues have been paid to the Receiver General for Canada.

7. Commitments:

As at 31 December 1991, outstanding commitments under contracts for new buildings and equipment totalled \$65 million. These contracts call for payments over the next three years and pertain to the Bank's responsibility for the issuance of bank notes.

8. Legal matters:

Advances include a total of \$29.5 million (\$29.6 million in 1990) provided to the Canadian Commercial Bank and the Northland Bank for which winding-up orders have been issued by the courts. On the basis of the available information, it is the opinion of the Bank of Canada that this amount will be fully repaid from the proceeds of the liquidations.

The Bank of Canada's security for these advances includes the loan portfolios of those institutions. In the case of the Canadian Commercial Bank, two issues are being considered by the courts. On 14 March 1991, the Alberta Court of Appeal reversed the decision of the Alberta Court of Queen's Bench and ruled that interest received from the loan portfolio does form part of the Bank of Canada's security. On 14 November 1991, leave was granted to the liquidator to appeal this decision to the Supreme Court of Canada. The liquidator's conclusion that loans made by the Canadian Commercial Bank in California form part of the Bank of Canada's security has been challenged and this issue is to be tried in the Alberta Court of Queen's Bench. In the event of a final legal determination that all of the interest or all of the California loan portfolio is not included in the security, it could result in some adjustment to amounts which have been recorded in income. The information available at the present time is not sufficient to estimate the potential magnitude of such an adjustment.

BOARD OF DIRECTORS

John W. Crow	Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
Gordon G. Thiessen	Senior Deputy Governor <i>Member of the Executive Committee</i>
Jalynn H. Bennett	TORONTO, ONTARIO <i>Member of the Executive Committee</i>
John T. Douglas	NEW GLASGOW, NOVA SCOTIA
William A. Graham	LONDON, ONTARIO
Brian R. Heidecker	CORONATION, ALBERTA <i>Member of the Executive Committee</i>
Frederick E. Hyndman	CHARLOTTETOWN, PRINCE EDWARD ISLAND <i>Member of the Executive Committee</i>
Harold W. Lane, Q.C.	SASKATOON, SASKATCHEWAN
Leslie M. Little, Q.C.	VANCOUVER, BRITISH COLUMBIA <i>Member of the Executive Committee</i>
James A. MacMurray	SAINT JOHN, NEW BRUNSWICK
Nancy Orr-Gaucher	WESTMOUNT, QUEBEC
Susan H. Patten	ST. JOHN'S, NEWFOUNDLAND
Ernest G. Penner	STEINBACH, MANITOBA
Ex officio	
Frederick W. Gorbet	Deputy Minister of Finance <i>Member of the Executive Committee</i>



SENIOR OFFICERS

John W. Crow, *Governor*
Gordon G. Thiessen, *Senior Deputy Governor*

J. N. Ross Wilson, *Deputy Governor*
Charles Freedman, *Deputy Governor*
Alvin C. Lamb, *Director of Administration*
Frank Faure, *Adviser*
W. Paul Jenkins, *Adviser*
William E. Alexander, *Adviser*

Bernard Bonin, *Deputy Governor*
William R. White, *Deputy Governor*
Serge Vachon, *Adviser*¹
Tim E. Noël, *Adviser*
Louise Vaillancourt-Châtillon, *Adviser and Secretary*
John E. H. Conder, *Adviser*
†see below

Associate Advisers

Jacques Clément, *Chief, Securities, Montreal Div.*
Donald R. Stephenson

Securities Department

Vaughn O'Regan, *Chief*
R. Bruce Montador, *Deputy Chief*
Ian D. Clunie, *Chief, Market Analysis
and Open Market Operations*
James F. Dingle, *Securities Adviser*²
Patrick E. Demerse, *Securities Adviser*
Stephen L. Harris, *Securities Adviser*
Donald R. Cameron, *Chief, Toronto Division*

Research Department

Pierre Duguay, *Chief*
Stephen S. Poloz, *Deputy Chief*
David E. Rose, *Research Adviser*

Department of Monetary and Financial Analysis

David J. Longworth, *Chief*
John G. Selody, *Deputy Chief*
Clyde A. Goodlet, *Research Adviser*
Kevin Clinton, *Research Adviser*

International Department

John D. Murray, *Chief*
Brian P.J. O'Reilly, *Deputy Chief*
Nicholas Close, *Chief, Foreign Exchange
Operations*
Paul R. Fenton, *Research Adviser*

Department of Banking Operations

Donald G. M. Bennett, *Chief*
Roy L. Flett, *Associate Chief*
William R. Melbourn, *Deputy Chief*
Gordon B. May, *Deputy Chief*

Public Debt Department

Bonnie J. Schwab, *Chief*

Secretary's Department

L. Theodore Requard, *Chief*
Guy Thériault, *Deputy Secretary*

DEBT SYSTEMS

James M. McCormack, *Program Co-ordinator*

Automation Services Department

Daniel W. MacDonald, *Chief*
F. J. Bruce Turner, *Deputy Chief*

Personnel Department

George M. Pike, *Chief*
Claude J.-B. Montambault, *Deputy Chief*

Department of Premises Management

Colin Stephenson, *Chief*

Comptroller's Department

Jean-Pierre Aubry, *Comptroller and Chief Accountant*
Frank J. Mahoney, *Deputy Comptroller*

Audit Department

Janet Cosier, *Auditor*
Peter Koppe, *Deputy Auditor*

1. Also Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association

2. Also Alternate Chairman of the Board of Directors of the Canadian Payments Association

† Jacques A. Bussi res, Adviser to the Governor, is on a leave of absence. He is serving as Governor of the Bank of Zambia.

REGIONAL REPRESENTATIVES AND AGENCIES

Financial Market Representatives

Securities and International Departments

Montreal

Jacques Clément, *Chief, Montreal Division*

Toronto

Donald R. Cameron, *Chief, Toronto Division*

D. J. S. Morgan, *Foreign Exchange Adviser*

Vancouver

Ritha Khemani, *Representative*

Regional Agents

Department of Banking Operations

Halifax

Robert E. Burgess

Saint John

Kenneth T. McGill

Montreal

J. G. Michel Sabourin

Ottawa

Robert Dupont

Toronto

William G. Percival

Winnipeg

Harry S. Hooper

Regina

Graham L. Page

Calgary

Claude P. Desautels

Vancouver

William H. Watson

Banque du Canada

Rapport annuel du gouverneur
au ministre des Finances
et relevé de comptes pour l'année

1991

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

893-49-90-381

CN ISSN 0067-3587

Imprimé au Canada sur papier recyclé

Bank of Canada • Banque du Canada

John W. Crow
Governor - Gouverneur

Ottawa K1A 0G9

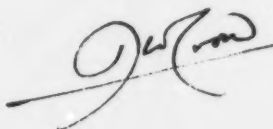
le 28 février 1992

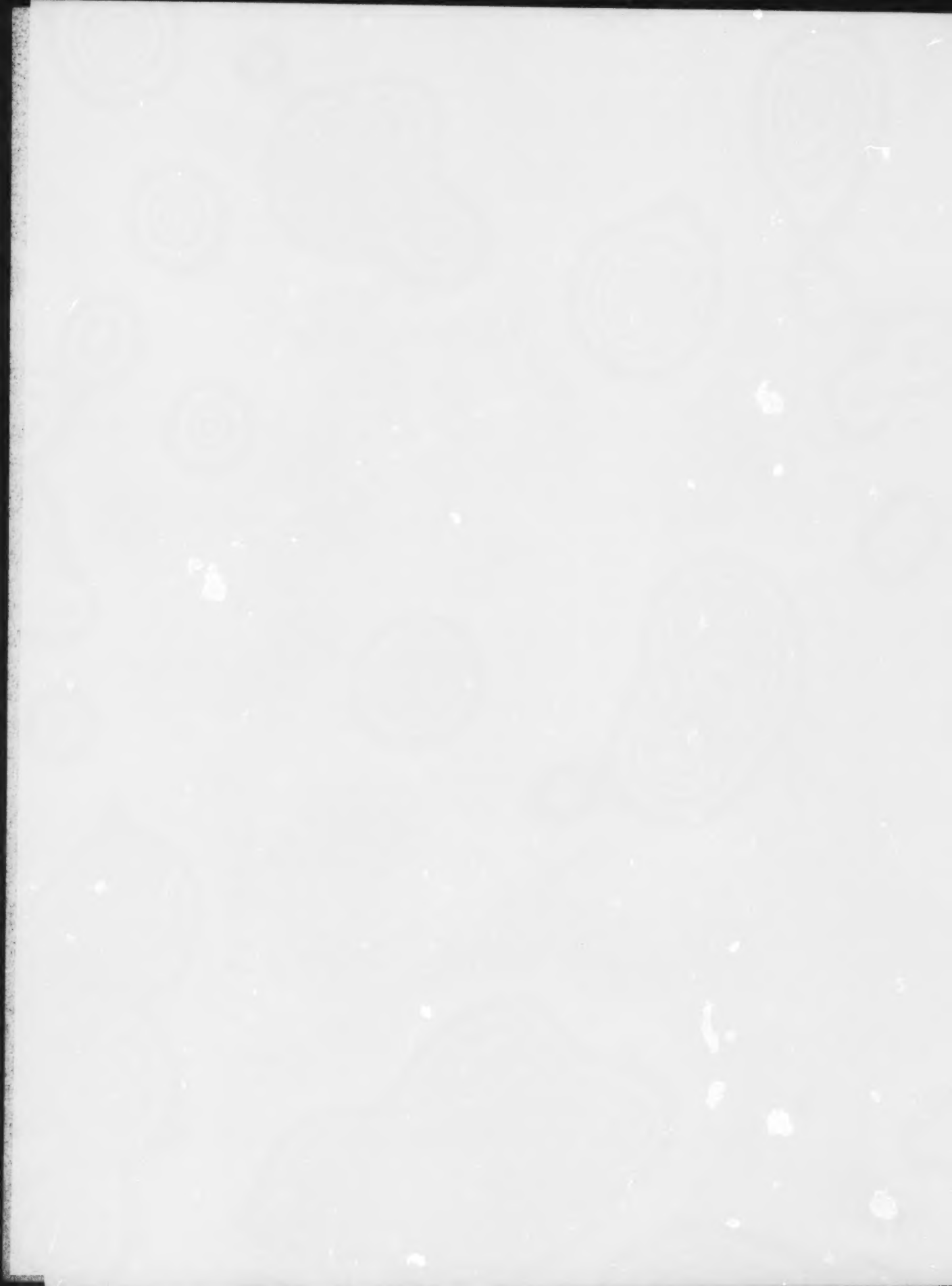
L'honorable Donald F. Mazankowski, C.P.
Ministre des Finances
O t t a w a

Monsieur le Ministre,

Conformément aux dispositions de la *Loi sur la Banque du Canada*, j'ai l'honneur de vous remettre mon rapport pour l'année 1991 ainsi qu'un état des comptes de la Banque pour l'exercice clos le 31 décembre dernier, signé et certifié de la façon prescrite par nos statuts.

Veuillez agréer, Monsieur le Ministre,
l'expression de mes sentiments distingués.





BANQUE DU CANADA

RAPPORT DU GOUVERNEUR - 1991

OBSERVATIONS D'ORDRE GÉNÉRAL	7
L'ÉVOLUTION DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	
La conjoncture internationale	13
L'activité économique et l'inflation au pays	18
L'évolution monétaire et financière au pays	24
LES ACTIVITÉS DE LA BANQUE DU CANADA	33
LES DÉPENSES D'EXPLOITATION DE LA BANQUE DU CANADA	39
ÉTATS FINANCIERS	43
CONSEIL D'ADMINISTRATION	53
PRINCIPAUX CADRES	55
REPRÉSENTANTS RÉGIONAUX ET AGENCES	57



OBSERVATIONS D'ORDRE GÉNÉRAL

Le rapport annuel est, pour la Banque du Canada, l'occasion non seulement de présenter ses états financiers et de rendre compte de ses activités, mais aussi de passer en revue l'évolution économique et financière, à la lumière de ses responsabilités en matière de politique monétaire.

La première section du présent rapport vise à situer cette évolution dans une large perspective. Cette approche est particulièrement indiquée lorsque l'on traite de politique monétaire, car il n'est guère possible d'évaluer les objectifs et les résultats de celle-ci en se fondant sur l'évolution enregistrée au cours d'une seule année. La revue annuelle fournit néanmoins l'occasion de faire le point sur les événements récents et sur les progrès réalisés dans la voie qu'il faut suivre.

Sur le plan économique, l'année qui vient de s'écouler a été difficile, tout le monde en convient. L'économie canadienne a été lente à sortir de la récession. Ce dont moins de gens se rendent peut-être compte, c'est que l'atonie de l'activité économique au Canada reflète un problème plus général parmi les pays industriels. Ce problème a sa source dans le fait que, au cours de la deuxième moitié des années 80, les niveaux insoutenables atteints par les dépenses et les pressions inflationnistes se sont conjugués à une très forte progression de l'endettement. Les répercussions de ces excès continuent de peser sur les économies d'un certain nombre de pays.

La conjoncture économique internationale a aussi présenté des défis à d'autres égards. La mondialisation des marchés a certes ouvert de nouvelles perspectives, mais elle s'est accompagnée d'une rationalisation de la production qui a eu entre autres pour effet d'accroître les incertitudes économiques. Des tensions ont persisté dans le secteur du commerce international. En outre, les événements survenus en Europe de l'Est et au sein de l'ancienne Union soviétique

ne peuvent qu'intensifier les pressions qui s'exercent sur l'épargne mondiale.

Comme l'indique la prochaine section du présent rapport, les grands pays industriels ont été touchés à des degrés divers par ces problèmes. Mais il convient de mentionner ici que les États-Unis, notre principal partenaire commercial, se sont fortement ressentis de la persistance d'un excédent d'immeubles surévalués et du fardeau de l'endettement des administrations publiques, des entreprises et des ménages. Parallèlement, les banques et les autres intermédiaires financiers ont vécu des moments difficiles dans ce pays, ce qui a suscité des inquiétudes au sujet d'un possible « étranglement du crédit ». Il n'a pas été réellement possible de préciser dans quelle mesure cette situation sans précédent freinerait l'activité économique aux États-Unis, mais le fait est que l'économie américaine a piétiné toute l'année durant.

L'évolution économique récente au Canada a aussi été marquée par une phase d'excès en matière de dépense, d'inflation et d'endettement, suivie d'une période difficile de récession et d'ajustement. Des problèmes du même ordre, à l'étranger, ont exacerbé les difficultés d'origine interne. Il y a eu reprise de l'activité économique au printemps dernier, lorsque des composantes de la dépense comme le logement, qui sont particulièrement sensibles aux réductions de taux d'intérêt, ont connu un regain de vigueur. Mais par la suite, l'activité économique a été hésitante, étant donné le fléchissement de la demande de produits canadiens à l'étranger et la persistance de la faiblesse des cours mondiaux des matières premières. En outre, les consommateurs canadiens sont restés prudents. De l'avis général, cette prudence est attribuable à l'incertitude qui entourait nos perspectives économiques, mais elle tient aussi au

niveau record de l'endettement des ménages canadiens durant la deuxième moitié des années 80. Par ailleurs, l'accroissement de la dette du secteur public au Canada a nécessité la mise en œuvre de politiques budgétaires visant à contenir et à réduire le déficit.

Parce qu'ils résultent d'excès s'étalant sur plusieurs années, les problèmes de cet ordre ne peuvent être résolus rapidement. Il convient néanmoins de souligner que l'on a progressé en 1991 dans la correction des déséquilibres observés et que ceux-ci devraient par conséquent peser moins lourd sur le niveau de l'activité économique en 1992 et dans les années ultérieures.

À l'aube de 1992, l'un des changements majeurs sur la scène canadienne est que les taux d'intérêt sont beaucoup moins élevés qu'auparavant. Il s'agit là d'un pas dans la bonne direction, un pas important dont les effets se font déjà sentir.

Cela, peu de gens le contesteront. La question maintenant est de savoir si les taux d'intérêt peuvent encore baisser et se maintenir à de bas niveaux.

On ne dira jamais assez que seules une diminution des taux d'inflation et la conviction généralisée qu'on ne laissera pas l'inflation redevenir une menace peuvent garantir des taux d'intérêt généralement bas. L'année qui vient de s'écouler confirme ce fait. Les taux d'intérêt ont baissé sur toute la gamme des échéances parce que les gens croient de plus en plus que le dollar canadien conservera son pouvoir d'achat. De fait, les taux des prêts bancaires et des prêts hypothécaires au Canada sont descendus à leur plus bas niveau depuis près de vingt ans. De nouveaux progrès pourront être accomplis à mesure qu'augmentera l'assurance que les autorités monétaires sont déterminées à maintenir le cap sur la stabilité des prix.

La politique monétaire comme moyen d'instaurer la confiance au sein de l'économie

Dans des périodes comme celle que nous traversons, il est particulièrement important d'expliquer avec clarté comment les politiques des pouvoirs publics peuvent contribuer de façon durable à la santé économique du pays, parce qu'aucune politique ne peut, à elle seule, régler tous nos problèmes à la fois.

La contribution particulière que la poli-

tique monétaire est en mesure d'apporter est d'entretenir la confiance de tous les agents économiques à l'égard de la monnaie qu'ils utilisent. Et seule une monnaie qui maintient sa valeur peut conserver cette confiance. C'est pourquoi le principe directeur de la politique monétaire canadienne a été la recherche d'un rythme d'expansion monétaire qui garantisse que la valeur de la monnaie ne sera pas minée par l'inflation.

Cela est fondamental. Comme je l'ai expliqué en détail dans le Rapport de l'an dernier, les coûts de l'inflation sont considérables et ils n'épargnent aucun secteur. Une politique qui tolère l'inflation rend plus difficile la réalisation des objectifs fondamentaux que sont un niveau élevé et soutenu de l'emploi et un niveau de vie à la hausse. Par ailleurs, comme les coûts de l'inflation ne se répartissent pas de façon uniforme sur l'ensemble des Canadiens, elle est source d'iniquité et de discorde sociale.

Cependant, instaurer un climat propice à la stabilité des prix ne se fait pas du jour au lendemain. Compte tenu de l'inflation persistante que nous avons connue au cours des dernières décennies, les agents économiques ont multiplié les réflexes inflationnistes et fondé une foule de décisions sur la conviction que les hausses de prix étaient inévitables. Qui plus est, nous avons perdu du terrain face à l'inflation vers la fin des années 80, en raison de l'essor de la dépense et de la surchauffe observée dans de nombreux secteurs de l'économie. Par conséquent, la politique monétaire a dû surtout s'attacher, ces dernières années, à regagner le terrain perdu. Dans ces circonstances, un grand nombre de Canadiens ont mis en doute que la stabilité des prix puisse un jour se réaliser.

En février 1991, la Banque du Canada et le gouvernement canadien ont annoncé conjointement l'établissement de cibles explicites de réduction de l'inflation, dans le but de réaffirmer que la stabilité des prix restait l'objectif de la politique monétaire et de préciser un calendrier pour la réalisation de cet objectif. Ces cibles sont décrites dans la section qui traite des activités de la Banque du Canada. Étant donné que la réduction de l'inflation exige une approche graduelle, mais constante, étalée sur plusieurs années, les cibles arrêtées balisent la trajectoire descendante sur laquelle les autorités

monétaires cherchent à orienter l'inflation à moyen terme.

Beaucoup de gens réalisent que les politiques inflationnistes nuisent à l'économie. Mais certains persistent à croire que la stabilité des prix, partant la confiance en la valeur de la monnaie, a pour corollaire un chômage élevé. Ce n'est absolument pas le cas. De fait, la quasi-stabilité des prix qu'a connue le Canada pendant la majeure partie des années 50 et 60 s'est accompagnée d'un haut niveau d'emploi et d'une forte croissance de la production. Dans des pays comme le Japon et l'Allemagne, les politiques visant à préserver la stabilité des prix sont allées de pair avec une bonne tenue de l'économie en général. Dans les circonstances actuelles, ce qui permettra à notre pays de connaître à la fois un taux d'inflation à la baisse et une activité économique en expansion, c'est la révision à la baisse des attentes d'inflation et la modification des comportements qui en résulte. Cet ajustement des attentes et des comportements dépendra largement de la mesure dans laquelle les gens croiront que la politique monétaire maintiendra effectivement le cap sur la stabilité des prix. La Banque du Canada attache beaucoup d'importance à cela.

Voyons maintenant les progrès réalisés ces derniers temps au chapitre de l'inflation au Canada. Le début de l'année 1991 a été marqué par le niveau élevé des prix du pétrole sur les marchés mondiaux et l'entrée en vigueur de la taxe fédérale sur les produits et services (TPS). Le taux d'inflation qui fait la manchette, c'est-à-dire le taux d'accroissement de l'indice des prix à la consommation (IPC) sur douze mois, s'est vivement accru pour se situer à près de 7 % au début de l'année. Par la suite, les administrations fédérale et provinciales ayant institué divers autres impôts indirects, on estimait peu probable que l'inflation baisse de façon sensible au cours de l'année. Le même scepticisme s'est manifesté, et cela ne surprend guère, à l'égard de la réalisation de la première cible de réduction de l'inflation, soit 3 % à la fin de 1992.

Il semble que ces perceptions aient beaucoup changé ces derniers mois. De fait, il n'est pas rare maintenant d'entendre dire, au contraire, que l'inflation a été jugulée et que la Banque du Canada devrait crier victoire.

J'estime qu'une appréciation plus pondérée de la situation s'impose.

En premier lieu, il n'est pas question ici de guerre, de défaite ou de victoire, comme on le prétend si souvent. Ce qui est fondamental, c'est d'adopter et de maintenir une politique capable d'assurer la stabilité monétaire nécessaire à la croissance et à la productivité au sein de l'économie.

En second lieu, le pessimisme affiché au début de 1991 était de toute évidence exagéré, et l'évolution récente, quoique très positive, ne prouve pas que l'inflation a disparu. Toutefois, la baisse graduelle de l'inflation a eu sans aucun doute des effets bénéfiques sur les attentes inflationnistes à court terme et a rendu les cibles de réduction de l'inflation à moyen terme plus crédibles en général et, par conséquent, plus faciles à atteindre. Le fait que l'économie ait été en mesure d'absorber la TPS et les autres impôts indirects sans que se déclenche une spirale inflationniste, c'est-à-dire une course des salaires qui cherchent à rattraper les prix avec pour résultat de nouvelles hausses de prix, a été un élément dont on peut particulièrement se réjouir. Bien sûr, la Banque du Canada a cherché à faire clairement savoir que la politique monétaire ne cautionnerait pas un processus si destructeur. Depuis la publication récente des chiffres de l'IPC pour janvier 1992, beaucoup plus de gens reconnaissent le succès avec lequel l'incidence de la TPS sur le niveau des prix a été absorbée.

Par ailleurs, la tendance à la hausse des coûts de production sous-jacents a commencé à se ralentir au Canada, quoiqu'elle ait accusé, comme c'est habituellement le cas, un certain retard sur les prix. Il est important qu'un tel ajustement s'opère pour que nos résultats économiques s'améliorent. C'est là une condition nécessaire au redressement de la situation financière des entreprises et à l'établissement de bases propices à l'essor de la production et de l'emploi.

Le comportement des taux d'intérêt à long terme est particulièrement révélateur de l'atténuation des inquiétudes suscitées par l'inflation. Ces taux ont perdu plus de 2½ points de pourcentage par rapport au sommet qu'ils avaient atteint au printemps de 1990. L'écart entre les taux d'intérêt à long terme américains et canadiens s'est aussi amenuisé considérablement au cours de la période. En d'autres termes, les épargnants et les bailleurs de fonds

n'exigent plus des taux d'intérêt aussi élevés qu'auparavant en guise de protection contre l'inflation et les autres risques qui pourraient miner la valeur de leurs placements au Canada.

En définitive, sans toutefois vouloir minimiser les incertitudes inévitables que nous réserve l'avenir, il semble que nous soyons actuellement en voie d'atteindre les cibles fixées. Le processus promet d'être constructif, et ses étapes devraient se renforcer mutuellement. En effet, la réalisation de l'objectif initial raffermirait l'assurance que les objectifs qui suivent seront également atteints. Cette confiance permet d'établir l'assise monétaire nécessaire à une baisse des taux d'intérêt, à une reprise économique et à une amélioration durable de la tenue de l'économie canadienne. La contribution de la politique monétaire ne peut pas garantir que tout cela se produira, mais elle importe beaucoup.

La politique monétaire mise en œuvre récemment au Canada

Les taux d'intérêt à court terme ont perdu plus de 6½ points de pourcentage entre le printemps de 1990, où ils avaient atteint leur sommet, et la fin de février 1992; les taux à long terme, comme je l'ai déjà mentionné, ont reculé de plus de 2½ points de pourcentage au cours de cette période. Les taux d'intérêt pratiqués par les institutions financières sur les prêts et les dépôts étaient aussi en baisse. Ce fléchissement généralisé des taux a été alimenté par la confiance accrue que les détenteurs, canadiens pour la plupart, d'instruments financiers libellés en dollars canadiens ont manifestée dans le succès de la politique de réduction de l'inflation. Les taux d'intérêt à court terme ont accusé, par rapport au sommet du printemps 1990, un recul bien plus marqué que l'inflation.

La progression modérée qu'ont affichée récemment les différents agrégats de la monnaie et du crédit est venue renforcer la perception que la valeur de la monnaie sera maintenue au Canada et elle a, par conséquent, contribué au repli des taux d'intérêt. L'expansion de la masse monétaire et du crédit s'est ralentie considérablement pour passer d'un rythme en chiffres annuels supérieur à 10 % il y a deux ans à un taux de 6 à 8 % dans le cas des agrégats monétaires au sens large et à un taux voisin de 4 % dans celui des crédits accordés au secteur privé.

Si les agrégats monétaires ont crû à un rythme assez soutenu, celui-ci a eu tendance, pendant la majeure partie de l'année, à se situer autour de la limite inférieure des fourchettes d'expansion monétaire que, dans les circonstances, nous jugions compatibles avec la contribution qu'une politique monétaire responsable pouvait apporter à l'essor de la dépense dans l'économie. Cette appréciation du comportement des agrégats monétaires et les indications fournies par l'évolution de la dépense et de l'inflation ont incité la Banque du Canada à favoriser, pendant toute l'année et durant les premiers mois de 1992, un assouplissement des conditions monétaires.

Pour mettre en œuvre sa politique monétaire, la Banque du Canada intervient dans le compartiment du court terme du marché financier, et son influence se fait surtout sentir sur les taux à très court terme. La Banque agit donc sur les taux de l'argent au jour le jour pratiqués sur le marché monétaire en ajustant les soldes de règlement qu'elle met à la disposition du système financier. Elle renforce de temps à autre les effets de cette technique de base qu'est la gestion des liquidités en procédant à des ventes ou à des achats de bons du Trésor. Ces opérations, ainsi que nos observations sur l'évolution économique et financière, sont rapportées dans les extraits des procès-verbaux des réunions du Conseil d'administration de la Banque du Canada publiés régulièrement pendant l'année.

Au-delà du compartiment du très court terme, le niveau des taux d'intérêt du marché financier intérieur est fonction dans une très large mesure des attentes et des décisions des épargnants et des emprunteurs. Ceux-ci fondent bien entendu leurs décisions sur l'orientation de la politique monétaire et sur les objectifs que visent, à leurs yeux, les autres politiques économiques des pouvoirs publics.

Ce n'est pas l'aspect technique des opérations menées par la Banque qu'il importe de mettre en relief ici, mais bien le fait que ces opérations se déroulent sur un marché dont elle ne peut se permettre de faire abstraction. En d'autres termes, étant donné l'ampleur considérable du marché monétaire – les bons du Trésor du gouvernement canadien représentent, à eux seuls, quelque 150 milliards de dollars –, les attentes des épargnants et des emprunteurs

comptent énormément. Ainsi, l'opinion répandue selon laquelle la Banque du Canada peut décider du niveau des taux d'intérêt à court terme de façon unilatérale et arbitraire, sans se soucier du point de vue et du comportement des épargnants et des emprunteurs, n'est pas du tout fondée.

Ce que la Banque du Canada est en mesure d'accomplir, lorsque les épargnants et les emprunteurs ont confiance que la politique monétaire mise en œuvre provoquera la baisse de l'inflation, c'est d'encourager un recul progressif des taux d'intérêt à court terme; c'est d'ailleurs ce qu'elle a cherché à faire en 1991 compte tenu de l'évolution des conditions financières et économiques. Dans ses évaluations du rythme auquel devait s'opérer le repli des taux d'intérêt, la Banque a naturellement été influencée au cours des derniers mois de 1991 par l'apparition des signes d'un nouveau ralentissement de l'économie, ainsi que par les indices croissants d'un recul de l'inflation et d'une atténuation des craintes que celle-ci ne persiste.

Les participants aux marchés financiers ont un accès immédiat à un éventail complet de données économiques et financières. Ils peuvent s'inspirer de ces renseignements pour se faire une idée, ce qu'ils font d'ailleurs, du sens dans lequel ira probablement le marché et, notamment, de la ligne de conduite que pourrait adopter la Banque du Canada.

Nous nous efforçons de faire preuve de constance dans nos actions. L'année dernière, tout en restant fidèles à ce principe, nous avons dû, à certains moments, stimuler un marché monétaire atone et, à d'autres, tenter de modérer chez les participants au marché un élan d'enthousiasme qui aurait pu provoquer une baisse des taux d'intérêt à court terme trop rapide pour être durable. Des changements brusques peuvent se révéler préjudiciables s'ils engendrent de l'incertitude quant à nos intentions en matière de politique monétaire. Nous avons toujours cherché à faire en sorte que nos actions et l'image qu'elles renvoient soutiennent la confiance dans la détermination de la Banque de réaliser progressivement la stabilité des prix.

La Banque du Canada n'influence pas directement l'évolution des marchés obligataires,

mais l'un des résultats importants des mesures qu'elle a prises a été de favoriser une orientation fortement à la baisse des taux à moyen et à long terme. Cela peut sembler bien abstrait; or, il convient de rappeler que les taux hypothécaires sont grandement influencés par l'évolution des taux du marché obligataire.

Même si, dans l'ensemble, les conditions monétaires se sont assouplies considérablement en 1991 par suite de la baisse marquée des taux d'intérêt, la valeur externe du dollar canadien est restée forte durant la majeure partie de l'année, tant par rapport au dollar É.-U. que par rapport à un panier regroupant toutes les grandes monnaies. Toutefois, vers la fin de l'année, le cours du dollar a baissé et a presque retrouvé le niveau auquel il se situait à la fin de l'année précédente. Durant les deux premiers mois de 1992, la baisse s'est accentuée et, comme il fallait s'y attendre, le repli observé sur le marché des changes s'est répercuté sur le marché monétaire canadien.

Le cours du dollar canadien résulte, en définitive, du jeu de plusieurs forces, d'origine à la fois interne et externe. Il convient néanmoins de signaler que la confiance à l'égard de la politique appliquée au Canada a joué un rôle important dans le fait que le dollar canadien se soit apprécié sur les marchés des changes, malgré le fort rétrécissement des écarts entre les taux d'intérêt canadiens et ceux de l'ensemble des grands pays industriels, dont les États-Unis. Cette confiance s'est reflétée dans la forte demande par des non-résidents de titres libellés en dollars canadiens tant sur le marché intérieur que sur le marché de l'euro-dollar canadien. Les emprunteurs non résidents ont d'ailleurs émis une quantité considérable de titres libellés en dollars canadiens, tirant avantage de l'attrait grandissant, à l'échelle internationale, des placements en dollars canadiens sur un marché d'actifs financiers qui s'est mondialisé de façon spectaculaire ces dernières années.

La valeur externe du dollar canadien et la place que doit lui accorder la politique monétaire continuent de susciter beaucoup de commentaires. C'est pourquoi j'aimerais consacrer quelques lignes à la place qu'occupe le taux de change dans la politique monétaire au Canada.

L'élément essentiel qui soutiendra au fil des ans le cours du dollar canadien sur les

marchés des changes est notre capacité de garantir que la valeur interne de notre monnaie ne sera pas sapée par l'inflation. Et, comme je l'ai déjà souligné, c'est le maintien de cette valeur qui constitue le fondement de la politique monétaire au Canada.

Par conséquent, même si le taux de change joue un grand rôle dans l'économie canadienne, il ne constitue pas un objectif fondamental de la politique monétaire. Celle-ci vise d'abord et avant tout le maintien d'un rythme d'expansion monétaire non inflationniste susceptible de préserver l'intégrité de la monnaie qu'utilisent les Canadiens.

Cela ne signifie pas que la Banque ne tient pas compte du taux de change lorsqu'elle adopte des mesures destinées à agir sur les conditions monétaires. Au contraire, elle tient soigneusement compte des fluctuations du dollar canadien sur les marchés des changes, car celles-ci ont des répercussions importantes sur la demande globale et les prix. Par ailleurs, la Banque est toujours disposée à intervenir pour maintenir la confiance dans le dollar canadien en cas de perturbations sur les marchés financiers.

* * * * *

L'atonie de la demande en 1991 illustre bien à quel point les séquelles de certains événements peuvent persister pendant plusieurs années. L'accumulation des déficits et le surendettement qui ont caractérisé les années 80 n'ont pas encore été totalement absorbés par le système économique et nuisent à sa bonne tenue.

Par ailleurs, les exemples de l'étendue des torts qu'une érosion de la confiance dans la monnaie cause à l'économie abondent dans le monde.

Heureusement, le Canada n'a pas à vivre pareille expérience. Les efforts déployés pour assurer la stabilité monétaire nous permettent maintenant d'avoir l'assise nécessaire à l'obtention de taux d'intérêt bas, à mesure que s'amorce la reprise économique. Bien entendu, il faut que des progrès soient accomplis sur d'autres fronts également, mais reconnaître ce fait ne revient pas à minimiser de quelque façon que ce soit la contribution très réelle que la confiance dans la monnaie apporte à la bonne tenue de l'économie canadienne.

L'ÉVOLUTION DE LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

La conjoncture internationale

L'activité économique internationale a été entravée en 1991 par les répercussions des niveaux excessifs qu'avaient atteints la dépense, l'inflation et l'endettement au cours de la seconde moitié des années 80. Dans certains pays, l'économie a été lente à se relever de la récession, tandis que dans d'autres elle a marqué le pas après avoir progressé à des rythmes trop rapides pour être maintenus. La faiblesse de la conjoncture a contribué à un fléchissement des cours mondiaux des produits de base.

L'activité économique et l'inflation

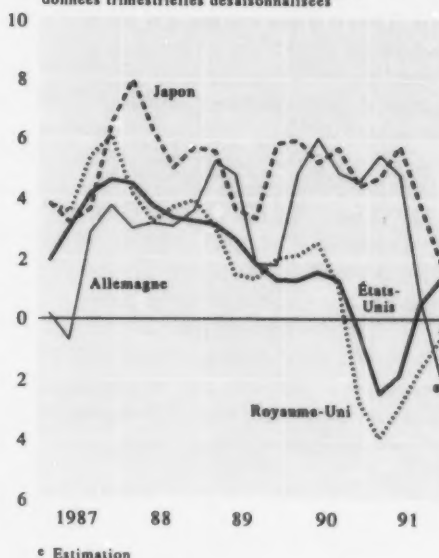
À l'étranger, les pays où les pressions exercées par la demande et l'inflation ont été les plus fortes pendant la seconde moitié des années 80, comme les États-Unis et le Royaume-Uni, ont été parmi les premiers à resserrer les conditions monétaires. Toutefois, il ne leur a pas été facile d'atténuer les pressions qui s'étaient accumulées au cours de cette période, et ils ont dû faire face à un fort ralentissement de leur demande intérieure.

Au lieu de l'« atterrissage en douceur » espéré, c'est à une véritable récession que les États-Unis et le Royaume-Uni ont dû faire face au second semestre de 1990, en partie à cause d'événements survenus sur la scène internationale, notamment l'invasion du Koweït par l'Iraq et la volatilité des cours du pétrole qui s'en est suivie, et de la perte marquée de confiance que ces événements ont suscitée chez les consommateurs et les entreprises.

Au début de 1991, les États-Unis et le Royaume-Uni étaient toujours en récession. Au fil des mois, les signes de reprise ont été plutôt rares au Royaume-Uni, tandis qu'aux États-Unis la croissance redevenait positive, mais demeurait très faible. Les contraintes liées au service de la dette de tous les secteurs, conjuguées à d'autres

Production dans quelques grands pays industriels

Taux annuels de variation de deux trimestres par rapport aux deux trimestres précédents, données trimestrielles désaisonnalisées



facteurs comme la baisse des prix dans l'immobilier et le niveau de confiance relativement faible des consommateurs et des investisseurs, ont contribué à la longueur de la reprise.

Les économies de l'Allemagne et du Japon, dont l'expansion rapide avait stimulé la demande dans d'autres pays en 1989 et 1990, ont commencé à donner des signes d'essoufflement en 1991. Au Japon, le resserrement des conditions monétaires a quelque peu infléchi la flambée des prix des biens immobiliers et des actions en bourse qu'avaient provoquée antérieurement des opérations spéculatives. En

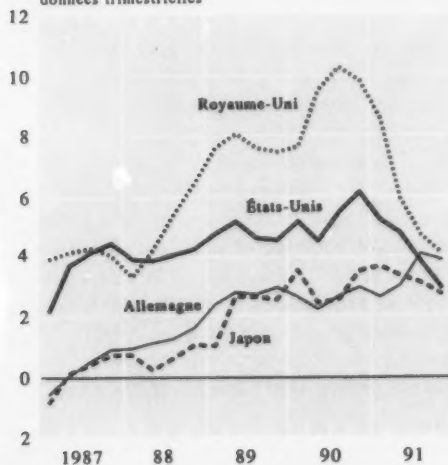
outre, les institutions financières japonaises dont une grande partie des actifs est soit garantie par des biens immobiliers ou par des actions, soit investie directement dans l'immobilier et à la Bourse, ont entrepris de consolider leur situation financière après avoir pratiqué, pendant bien des années, une expansion rapide du crédit.

L'économie allemande avait connu en 1990 un niveau d'activité insoutenable, alimenté en partie par les gros déficits budgétaires liés à la réunification, la partie ouest du pays ayant transféré d'importantes sommes à l'ancienne RDA. Les conditions monétaires ont été resserrées à mesure que les pressions inflationnistes s'intensifiaient, de sorte que le rythme de l'expansion économique s'est ralenti tout au long de 1991. Ce ralentissement tient aussi à l'incertitude économique et politique qui a entouré les événements survenus en Europe de l'Est et dans l'ancienne URSS ainsi qu'aux relèvements d'impôts qui ont été effectués en milieu d'année pour alimenter les transferts financiers à la partie orientale du pays.

Les pressions inflationnistes se sont atténuées en 1991 aux États-Unis et dans les grands pays d'outre-mer, sauf en Allemagne où, toute l'année, le niveau de la demande est demeuré élevé par rapport à l'offre.

Prix à la consommation

Taux de variation d'une année à l'autre, données trimestrielles

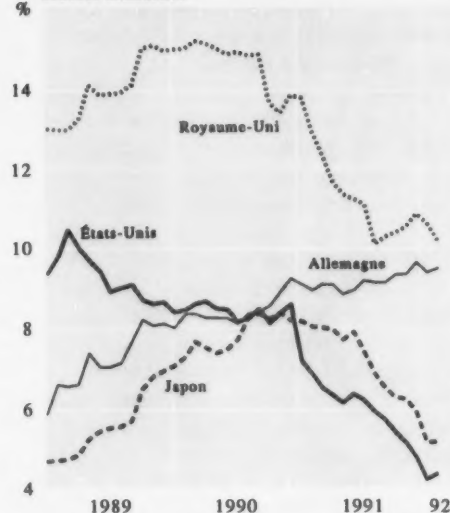


Les taux d'intérêt et les taux de change

En 1991, le relâchement marqué des pressions de la demande et les progrès enregistrés sur le front de l'inflation dans la plupart des pays ont permis un recul des taux d'intérêt à court terme.

Taux d'intérêt à court terme pratiqués dans quelques grands pays industriels

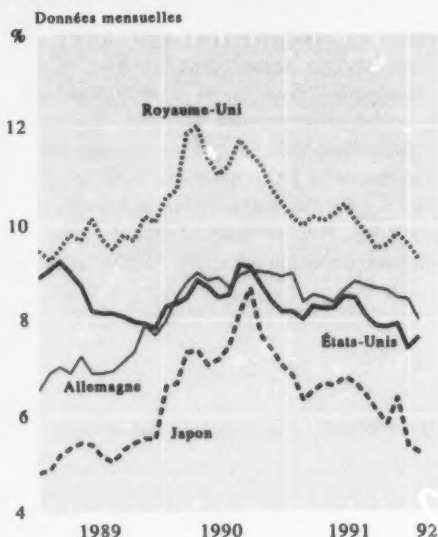
Taux d'intérêt à trois mois du marché monétaire, données mensuelles



Aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon les taux d'intérêt à court terme ont fortement diminué. Par contre, ces mêmes taux ont été en hausse en Allemagne, où persistaient des pressions du côté de la demande et de l'inflation. Dans tous les pays toutefois, l'orientation anti-inflationniste des politiques des pouvoirs publics a favorisé un repli des taux d'intérêt à long terme.

Les mouvements des taux de change au cours de l'année ont reflété les variations des écarts entre les taux d'intérêt ainsi qu'un certain nombre d'autres facteurs d'ordre économique et politique. Le dollar É.-U. s'est fortement déprécié par rapport aux principales monnaies d'outre-mer au second semestre de 1990 et est resté bas au début de 1991, en raison de la

Taux d'intérêt à long terme pratiqués dans quelques grands pays industriels

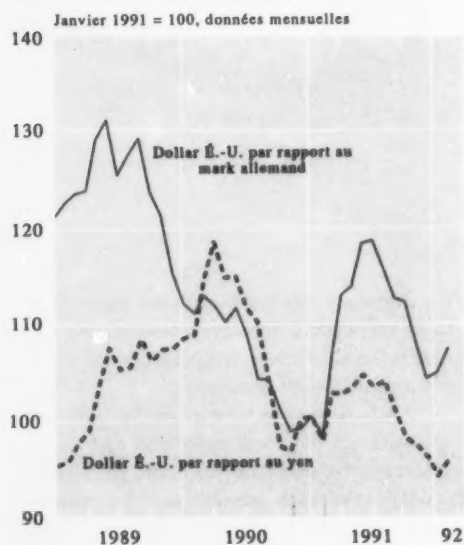


faiblesse de la demande intérieure, du recul des taux d'intérêt américains et de l'incertitude entourant la situation au Moyen-Orient. Puis il s'est redressé jusqu'au milieu de 1991, à la faveur d'un regain temporaire de confiance de la part des consommateurs et des investisseurs à l'issue de la guerre du Golfe, mais est retombé lorsque l'optimisme de l'après-guerre s'est dissipé, que l'activité économique aux États-Unis a donné des signes de piétinement et que les taux d'intérêt ont de nouveau fortement baissé.

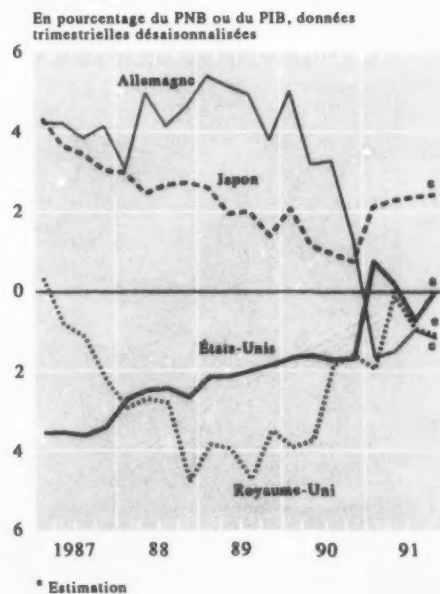
Les échanges et les paiements internationaux

Les déséquilibres des balances extérieures de bon nombre des grands pays industriels ont continué de s'amenuiser en 1991 et sont maintenant nettement inférieurs aux niveaux records enregistrés au milieu et à la fin des années 80. Même si les progrès réalisés à ce chapitre en 1991 sont dans une large mesure attribuables à la conjoncture internationale et aux

Dollar É.-U. par rapport à quelques monnaies



Balance courante



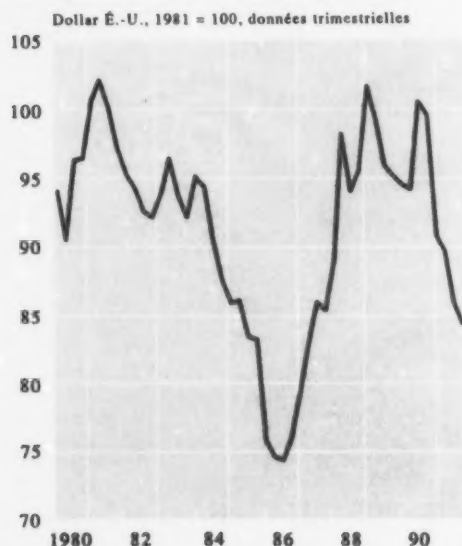
variations des taux de change, ils s'expliquent aussi en partie par des facteurs temporaires, dont l'importante contribution financière versée aux États-Unis par l'Allemagne et le Japon à l'issue de la guerre du Golfe.

Les différends sur certaines pratiques commerciales sont redevenus un important sujet d'inquiétude en 1991. Les désaccords opposant le Japon, l'Europe et les États-Unis ont de plus en plus retenu l'attention ces derniers mois, faisant craindre une recrudescence du protectionnisme et l'apparition d'entraves au commerce international. De plus, ces désaccords ont nui à la bonne marche des négociations de l'*Uruguay Round* tenues sous les auspices de l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce (GATT). Ces négociations multilatérales revêtent une importance particulière pour le Canada, dont l'économie est fortement tributaire des échanges internationaux de biens manufacturés et de produits de base.

Les cours mondiaux des produits de base

L'atonie de la production industrielle dans les principaux pays et l'augmentation de la capacité de production des pays exportateurs de produits de base ont provoqué de nouvelles

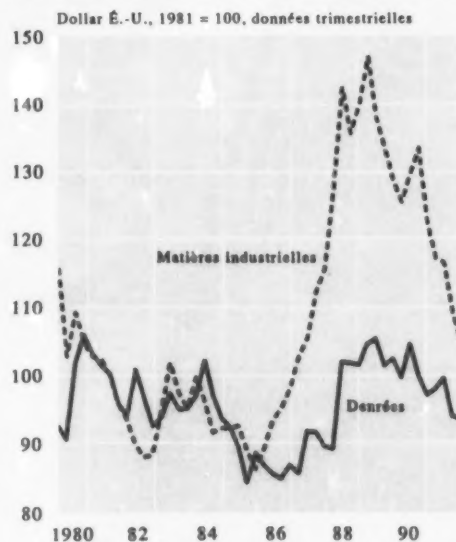
Indice général des cours des produits de base



baisses des cours mondiaux de ces produits en 1991. Le prix moyen, exprimé en dollars É.-U., des matières premières produites au Canada est tombé à son plus bas niveau depuis quatre ans.

Les prix des matières industrielles et de nombreuses denrées ont aussi été touchés par un accroissement des stocks et, dans le cas de certains métaux, par une poussée des exportations en provenance de l'ancienne URSS, dont les autorités tentaient, par ce moyen, de reconstituer leurs réserves de devises. Une exception notable à cet égard a été le prix du blé,

Prix des denrées et des matières industrielles

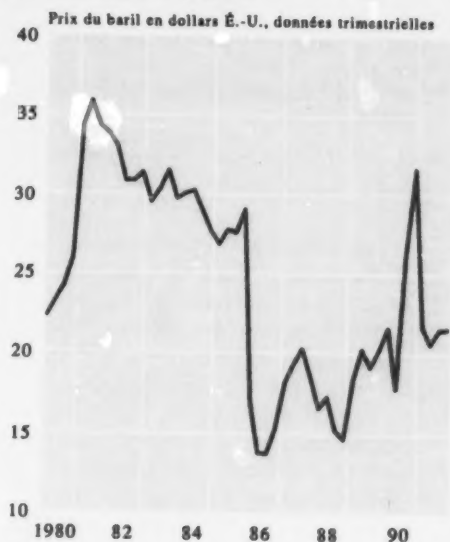


qui a augmenté pendant la majeure partie de l'année en raison d'une diminution des stocks mondiaux et d'un essor de la demande d'importations de la part de ce pays.

À la suite de la vive ascension puis de la retombée qu'ont connues les prix du brut pendant la crise du Golfe, les cours mondiaux du pétrole sont restés sensiblement les mêmes pendant presque tout le reste de 1991. L'absence

d'approvisionnement des marchés pétroliers par le Koweït et l'Iraq et la baisse marquée de la production de l'ancienne URSS ont été en grande partie contrebalancées par l'accroissement de la production de l'Arabie Saoudite et par la contraction de la demande en Amérique du Nord.

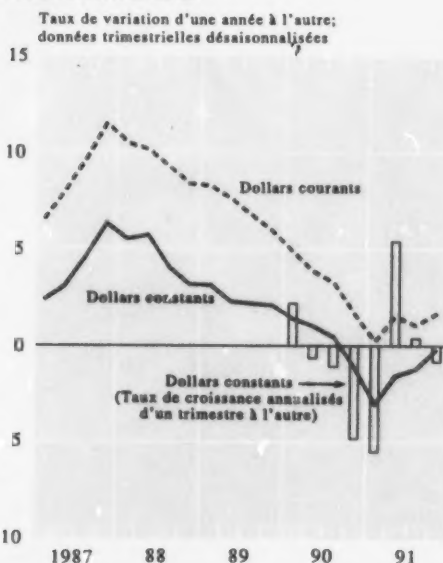
Cours mondiaux du pétrole



L'activité économique et l'inflation au pays

La dépense globale en termes nominaux a continué de progresser lentement en 1991, tandis que l'inflation a diminué. La modération de l'inflation et l'assouplissement consécutif des conditions monétaires ont jeté les bases d'une reprise. Néanmoins, les conséquences de comportements inflationnistes antérieurs comme la montée des coûts et de l'endettement ou l'expansion excessive des capacités dans certains secteurs ont continué d'exercer une influence modératrice sur la progression de la demande intérieure, tandis que l'atonie de l'activité aux États-Unis et le ralentissement des économies d'outre-mer modéraient la demande extérieure. La faiblesse des cours mondiaux des matières premières a également eu pour effet de ralentir la progression du revenu réel et celle de la demande au Canada.

Produit intérieur brut

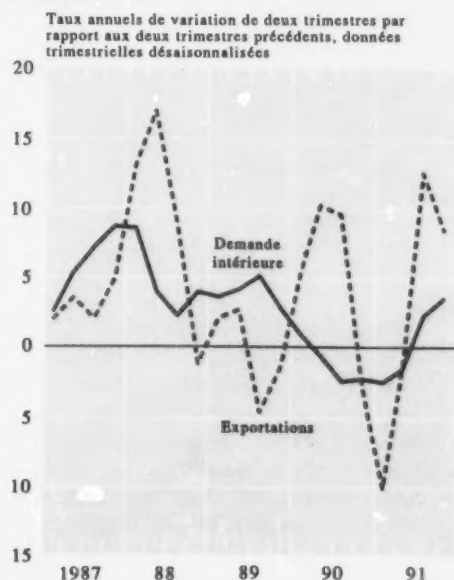


La demande globale

Le repli de l'activité économique s'est poursuivi au premier trimestre de 1991 dans le contexte des perturbations provoquées au début de l'année par l'instabilité des cours pétroliers, la contraction de la demande aux États-Unis et le réaligement des prix relatifs engendré au pays par la réforme de la taxe de vente fédérale. L'économie canadienne s'est vivement relevée au deuxième trimestre, mais la croissance a été pratiquement nulle pendant le reste de l'année.

Après avoir affiché une reprise vigoureuse aux deuxième et troisième trimestres de l'année, les exportations canadiennes en volume ont fléchi au dernier trimestre, reflétant principalement le caractère hésitant de la reprise aux États-Unis, notamment la faiblesse du secteur de l'automobile. Comme il en a été fait

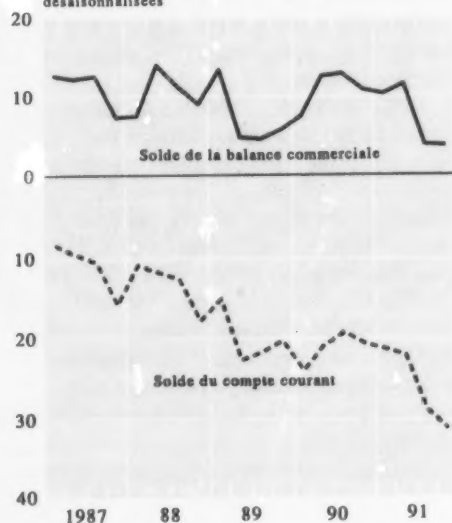
Demande intérieure et exportations, en dollars constants



état précédemment, les recettes d'exportation et avec elles le revenu national se sont ressentis de la faiblesse des cours mondiaux des matières premières. La fermeté du dollar canadien a sans doute accentué la baisse des prix en dollars canadiens de ces exportations, mais elle a aussi contribué à réduire les prix des importations, atténuant la détérioration des termes de l'échange. Toutefois, la baisse des prix à l'importation a également encouragé une poussée des importations au détriment de la demande de produits canadiens. Dans ce contexte, l'excédent de la balance commerciale a fortement diminué, et le déficit annuel de la balance courante s'est accru de presque 5 milliards de dollars.

Balance des paiements

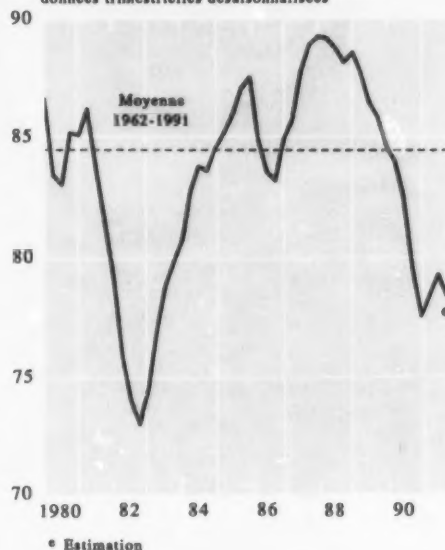
En milliards de dollars, données trimestrielles désaisonnalisées



Les dépenses d'investissement se sont fortement accrues dans le secteur énergétique, notamment dans les services publics et la construction de gazoducs. Mais la compression des marges bénéficiaires et le taux généralement élevé des capacités excédentaires ont amené les entreprises œuvrant dans les secteurs autres que l'énergie à réduire encore leurs dépenses d'investissement. Cette réaction a été parti-

Taux d'utilisation des capacités

Industries productrices de biens non agricoles, données trimestrielles désaisonnalisées



culièrement marquée dans la construction d'immeubles commerciaux, où l'expansion rapide des dernières années a produit un important surplus qui n'est pas encore résorbé. Néanmoins, la baisse des taux d'intérêt a créé un climat favorable à une reprise des investissements en réduisant le coût du capital et en allégeant le service de la dette des entreprises.

Les efforts déployés par la plupart des administrations en vue de contenir leurs déficits budgétaires ont contribué à restreindre l'expansion de la demande globale, notamment par le biais de mesures fiscales qui ont touché le revenu disponible réel des ménages.

Tenant compte du niveau élevé de leur endettement et de la situation moins favorable de l'emploi, les ménages ont réagi à la réduction de leur revenu disponible réel en diminuant leurs dépenses de consommation. Combiné à l'intensification du magasinage outre-frontière, cela a donné lieu à une baisse particulièrement prononcée des ventes au détail. Le recul des taux d'intérêt, conjugué à la baisse des prix des maisons et aux programmes gouvernementaux de soutien à l'habitation, a toutefois encouragé une reprise notable de la demande d'habitations.

Indicateurs de la demande des ménages et des entreprises, en dollars constants



Comme on le verra dans la prochaine section, la baisse des taux d'intérêt et le ralentissement de l'endettement des ménages ont par ailleurs inversé la tendance à l'accroissement du service de la dette des ménages, ce qui a atténué l'influence restrictive de cet élément sur la progression des dépenses de consommation.

L'atonie de l'économie s'est soldée par une nouvelle contraction de l'emploi. À la fin de l'année, le taux de chômage s'élevait à 10,3 %, en hausse de 1 point de pourcentage par rapport à l'année précédente.

L'activité économique régionale

La faiblesse de l'activité économique a été particulièrement prononcée en Ontario. Cela résulte en partie d'un ajustement par rapport au niveau insoutenable qu'avait atteint la demande dans cette province en 1988 et 1989 et qui avait entraîné une montée en flèche des coûts et une pléthore d'immobiliers à vocation commerciale. De même, le recul assez marqué des dépenses consacrées aux produits de l'industrie automobile en Amérique du Nord et de la demande de biens durables en général ont eu une

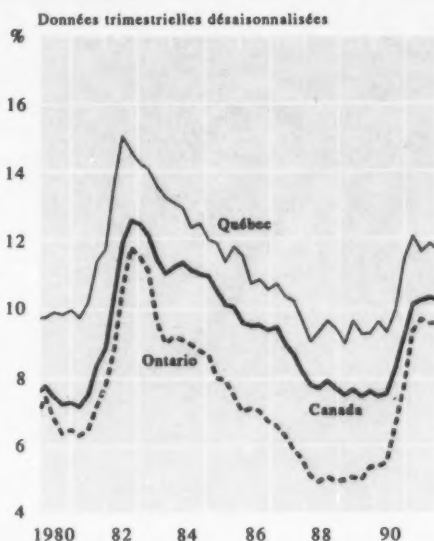
incidence disproportionnée sur l'Ontario, où la fabrication de ces biens est particulièrement importante. Le ralentissement de l'activité économique, combiné à la pénétration croissante des importations, a rongé les marges bénéficiaires des industries de fabrication et entraîné une baisse considérable de l'emploi en Ontario. Ce dernier élément a amené à son tour une réduction des ventes au détail plus importante dans cette province que dans toute autre région du pays.

L'économie du Québec a elle aussi enregistré un repli, en réaction au fléchissement de la demande étrangère et à la chute des prix des produits de la forêt, des métaux de première transformation et des produits chimiques; de plus, l'extension de la taxe de vente provinciale à un plus grand nombre de produits a freiné les dépenses en biens de consommation. Cependant, une augmentation importante des investissements dans le secteur de l'énergie électrique et l'effet stimulateur qu'a eu sur la construction de logements un programme du gouvernement de la province ont apporté un certain soutien à l'activité économique.

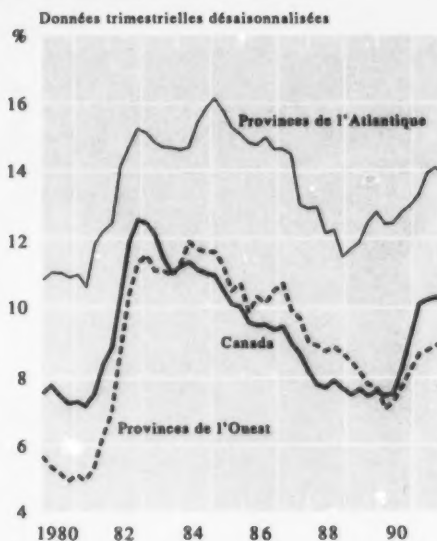
Les difficultés considérables qu'ont connues les industries d'exploitation des ressources naturelles ont affaibli l'économie des provinces de l'Atlantique : les prix de produits de base clés tels que les métaux, les produits de la forêt et la pomme de terre ont baissé. La diminution des prises de poisson a largement neutralisé la hausse du prix de la morue. Par contre, la construction non résidentielle a progressé sous l'impulsion d'importants projets dans le secteur de l'énergie électrique et les travaux de préparation des sites devant accueillir le projet Hibernia.

Dans les provinces des Prairies, la baisse du prix moyen que la Commission canadienne du blé a offert aux fermiers pour leurs grains a contribué à faire descendre les revenus agricoles à des niveaux encore plus bas, en dépit d'une récolte exceptionnelle. En outre, le fléchissement des prix du pétrole brut, du gaz naturel et des produits pétrochimiques a entraîné des mises à pied dans l'industrie pétrolière. Si l'émigration a été une cause supplémentaire du tassement de la demande de logements et de biens de consommation au Manitoba et en Saskatchewan, l'immigration, l'exportation de plus grandes quantités d'énergie et la poursuite de grands

Taux de chômage



Taux de chômage



projets d'investissement dans les industries du gaz naturel, des pâtes et papiers et des produits chimiques ont aidé à soutenir l'activité économique en Alberta. Le taux de l'emploi dans cette province s'est ainsi redressé de 1 % au cours de l'année.

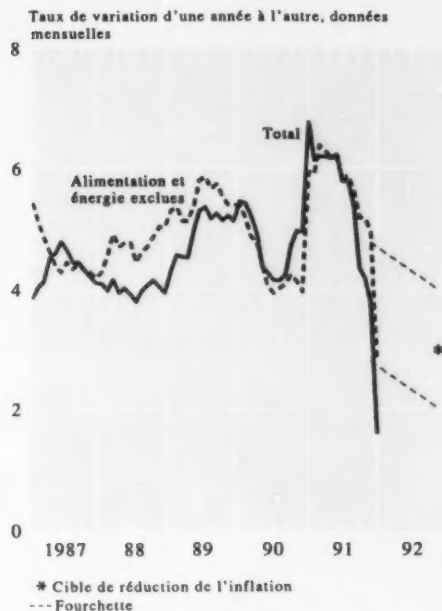
La Colombie-Britannique a également dû faire face à une baisse des prix de produits de base clés comme les métaux et les pâtes à papier; néanmoins, l'emploi y a enregistré une hausse de plus de 2 % au cours de l'année, des gains importants ayant été réalisés dans les secteurs du transport et des services d'utilité publique, de la fabrication, de la finance, des assurances et de l'immobilier. La construction a été soutenue par certains projets à vocation commerciale à Vancouver et à Victoria. L'immigration continue en provenance d'autres provinces et de l'étranger a aussi stimulé la demande en Colombie-Britannique, de sorte que les ventes au détail ont nettement moins fléchi que dans le reste du pays.

L'évolution des prix et des coûts

Le ralentissement de la dépense globale s'est traduit par une réduction notable du taux d'inflation sous-jacent, en dépit du fait que l'entrée en vigueur de la TPS et l'augmentation d'autres impôts indirects ont entraîné un accroissement de quelque 2,4 points de pourcentage de l'indice des prix à la consommation pendant l'année.

Après être monté à 6,8 % au moment de l'entrée en vigueur de la TPS, le taux de croissance sur douze mois de l'IPC est tombé à 3,8 % en décembre. Cette diminution reflète en partie le renversement de la hausse temporaire qu'avaient accusée les cours pétroliers au moment de la crise du golfe Persique. Le taux de croissance de l'IPC est passé à 1,6 % en janvier 1992, lorsque les effets directs de la TPS ont disparu de la variation annuelle de l'indice. La baisse du taux de croissance de l'IPC, aliments et énergie exclus, a aussi été significative, mais moins spectaculaire. Après une forte augmentation attribuable principalement à la hausse

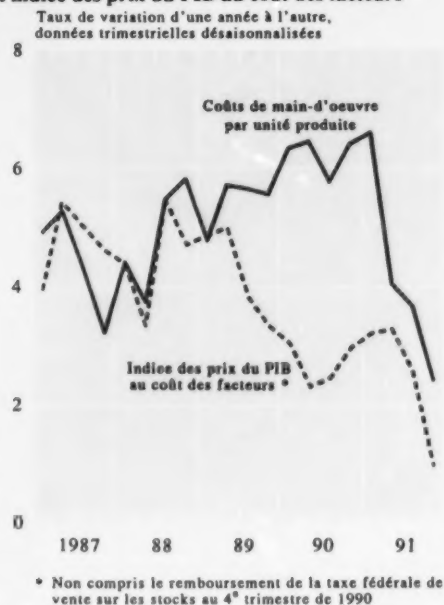
Indice des prix à la consommation



des impôts indirects, la croissance de cet indice a fléchi graduellement pour atteindre 5 % en décembre, puis pour chuter à 2,9 % en janvier 1992.

La tendance à la hausse des coûts de production a commencé à s'infléchir en 1991, mais la progression des salaires a été lente à s'adapter à la modération de la demande. Alors que le taux de croissance de l'indice implicite des prix du PIB au coût des facteurs – l'indicateur le plus global du prix reçu par les producteurs canadiens – se maintenait autour de 2,5 % pour une deuxième année consécutive, la croissance des gains horaires moyens est demeurée au-dessus de 5 % pendant presque toute l'année. L'augmentation de la productivité a contribué à la décélération de la croissance des coûts unitaires de la main-d'œuvre, mais elle n'a pu combler l'écart entre la croissance des salaires et celle des prix à la production. L'évolution divergente de la productivité et des salaires réels qui en a résulté s'est traduite par une nouvelle compression des marges bénéficiaires.

Coûts de main-d'oeuvre par unité produite et indice des prix du PIB au coût des facteurs



Salaires réels et productivité du travail



Bénéfices des sociétés

En pourcentage du PIB nominal, données trimestrielles
désaisonnalisées



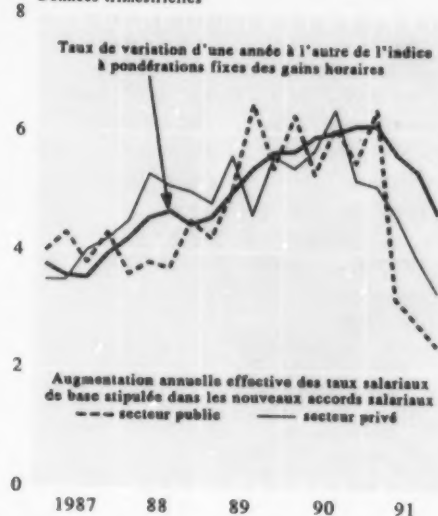
Les augmentations conclues dans les nouvelles conventions collectives ont diminué plus rapidement que la croissance des gains moyens, mais elles ont, elles aussi, tardé à refléter la modification de la conjoncture sur le marché du travail et la décélération de l'inflation, particulièrement dans le secteur privé. À la fin de l'année, toutefois, les augmentations de salaires stipulées dans les

nouveaux accords salariaux s'établissaient à moins de 3½ % dans le secteur privé.

L'adoption de programmes de rigueur en matière salariale par le gouvernement du Canada et la plupart des provinces a permis d'accélérer l'ajustement des salaires dans le secteur public, ce qui a constitué un élément important de la décélération de la hausse des coûts au pays.

Coûts salariaux

Données trimestrielles



L'évolution monétaire et financière au pays

Les agrégats monétaires et l'évolution des marchés du crédit

La croissance des agrégats monétaires au sens large, qui avait été rapide durant la dernière partie des années 80, s'est nettement ralentie en 1990 et encore davantage en 1991. Cette décélération reflète le relâchement des pressions inflationnistes et l'essoufflement de l'activité économique. Les agrégats M2 et M2+ ont progressé respectivement de 6 % et de 8 % en 1991, soit dans les deux cas à un rythme inférieur de 2 points de pourcentage à celui qui avait été observé en 1990.

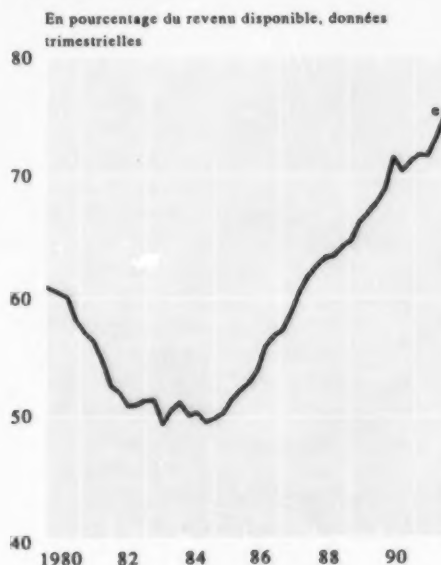
L'agrégat monétaire au sens étroit M1, quant à lui, a augmenté de 4 % en 1991 après

avoir accusé une baisse en 1990. Ce retournement est principalement attribuable à la forte diminution des taux d'intérêt, même si la croissance enregistrée en 1991 a été moindre que ce que laissaient prévoir les relations statistiques observées dans le passé¹.

Malgré le repli des taux d'intérêt, la progression de l'ensemble des crédits accordés aux ménages s'est ralentie en 1991 pour s'établir à 6 %. Cette évolution tient au niveau élevé de

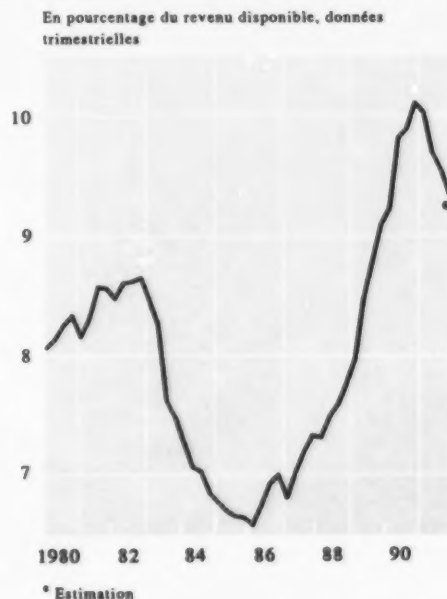
¹ Voir « L'évolution récente des agrégats monétaires au Canada », dans le numéro de janvier 1992 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Crédits aux ménages¹



1. Ensemble des institutions de prêt
* Estimation

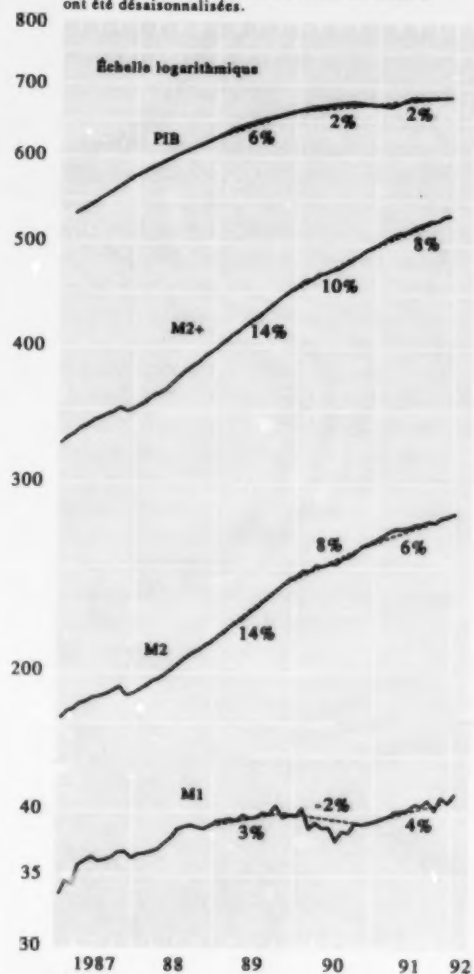
Estimation du service de la dette des ménages



* Estimation

Agrégats monétaires et produit intérieur brut (PIB)

Milliards de dollars; données mensuelles, sauf celles du PIB, qui sont trimestrielles; toutes les données ont été désaisonnalisées.



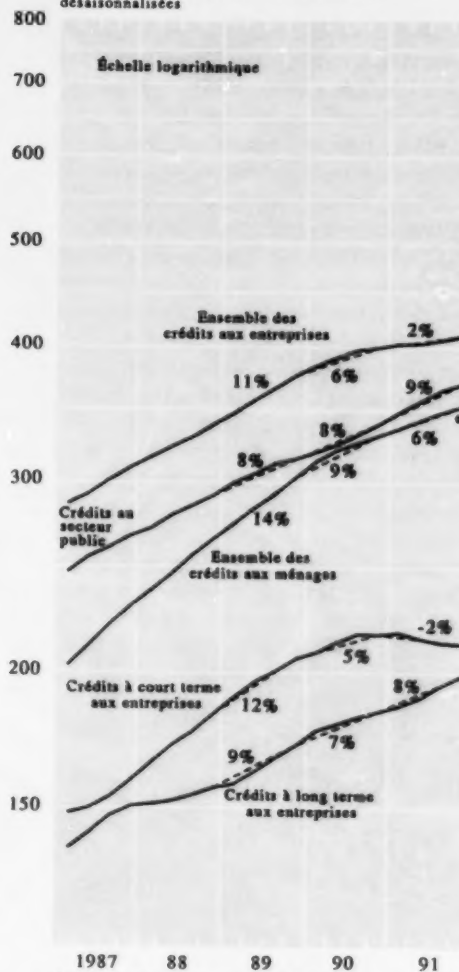
M2+ :
M2 plus dépôts dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, dépôts et parts sociales dans les *credit unions* et les caisses populaires, dépôts à la Caisse d'épargne de l'Ontario et dans les succursales du Trésor de la province d'Alberta, avoirs des fonds mutuels du marché monétaire et rentes versées aux particuliers

M2 :
M1 plus dépôts d'épargne des particuliers et dépôts à préavis autres que ceux des particuliers

M1 :
Monnaie hors banques et dépôts à vue moins les effets du secteur privé en cours de compensation

Agrégats du crédit

Milliards de dollars, données trimestrielles désaisonnalisées



Ensemble des crédits aux entreprises :
Crédits à court terme plus crédits à long terme aux entreprises

Crédits à court terme aux entreprises :
Prêts et baux financiers accordés aux entreprises non financières plus acceptations bancaires et papier commercial émis par elles. On a corrigé les prêts libellés en devises étrangères pour en retrancher l'effet des fluctuations du taux de change.

Crédits à long terme aux entreprises :
Obligations et actions émises par les entreprises non financières

Ensemble des crédits aux ménages :
Crédit à la consommation et crédit hypothécaire à l'habitation

Crédits au secteur public :
Prêts aux administrations fédérales, provinciales et municipales, plus obligations et bons émis par elles et obligations garanties émises par les entreprises provinciales et municipales

* Les données se rapportant à l'ensemble des crédits aux ménages pour le quatrième trimestre sont estimatives.

Nota : Les taux de croissance expriment la variation entre le dernier trimestre de l'année indiquée et celui de l'année précédente.

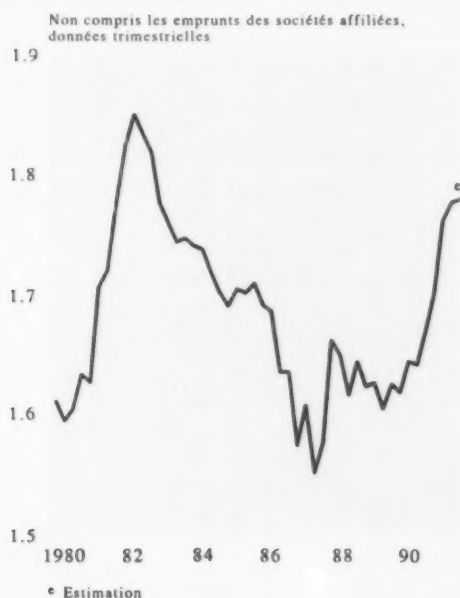
l'endettement, à l'incertitude accrue à l'égard de la croissance future des revenus ainsi qu'aux attentes d'une modération des hausses du prix des maisons dans un contexte moins inflationniste. Même si le ratio de l'endettement des ménages au revenu disponible a encore augmenté en 1991, celui du service de leur dette a diminué sous l'effet du repli accusé par les taux d'intérêt tout au long de l'année. Compte tenu de la diminution de ce ratio, le revenu discrétionnaire des ménages devrait augmenter en 1992.

L'ensemble des crédits aux entreprises s'est accru de 2 % en 1991, en baisse par rapport aux 6 % atteints en 1990. L'expansion moins rapide de la demande de crédit reflète la réduction des dépenses d'investissement et la diminution des avoirs liquides, imputables à leur tour à la faiblesse des profits et de la croissance de la production. La composition du crédit s'est aussi modifiée considérablement à mesure que les entreprises s'efforçaient d'assainir leur bilan par un recours accru au financement par émission d'actions et d'obligations à long terme. Dans l'ensemble, le crédit à court terme consenti aux entreprises s'est contracté de 2 %, et la part du crédit octroyée par les banques, de 3 %.

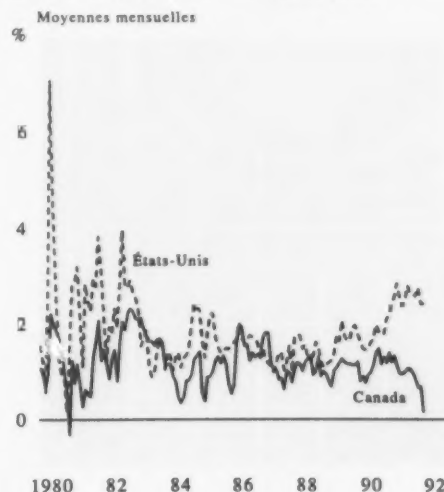
On a beaucoup parlé d'« étranglement du crédit » aux États-Unis en 1991. Cette expression a été utilisée pour désigner une faible croissance du crédit bancaire, particulièrement du crédit octroyé aux entreprises, attribuable à une réticence inhabituelle des banques à accorder des prêts. La baisse du crédit bancaire qui s'est produite au Canada ne paraît cependant pas liée à une modification sensible du comportement général des banques en matière de prêt. Le facteur déterminant a plutôt été la faiblesse de la demande totale de crédit émanant des entreprises, conjuguée au recours accru de ces dernières aux émissions d'actions et d'obligations à long terme.

Il semble néanmoins que les institutions financières se sont montrées circonspectes, comme il se doit, dans l'octroi de crédits à certains secteurs, étant donné la conjoncture économique et les pertes sur prêts qu'elles avaient essuyées peu de temps auparavant. Les intermédiaires financiers hésitaient tout particulièrement à consentir des prêts pour l'acquisition d'immeubles à vocation commerciale, étant donné la hausse des taux d'inoccupation et la baisse des loyers et de la valeur des biens immobiliers.

Ratio d'endettement des entreprises



Écart entre le taux de base des prêts bancaires et le taux du papier commercial à 90 jours



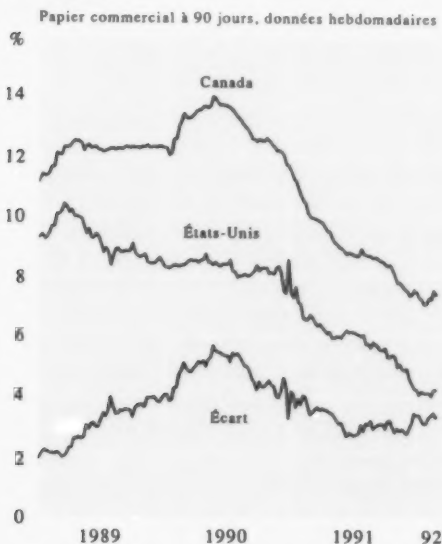
L'examen des variations des écarts entre les taux d'intérêt confirme que, dans l'ensemble, la manière dont les banques canadiennes ont pris leurs décisions en matière de prêt est conforme aux pratiques observées dans le passé. Les écarts entre le taux de base des prêts bancaires et les taux à court terme pratiqués sur le marché se sont en fait rétrécis de façon notable au cours des 18 derniers mois pour s'établir à environ 70 points de base à la fin de l'année, chiffre qui est bien inférieur aux 120 points enregistrés en moyenne ces dernières années. Aux États-Unis, en revanche, ces écarts se sont considérablement creusés.

Les conditions monétaires

Les conditions monétaires se sont assouplies de façon marquée en 1991 et au début de 1992.

Les taux d'intérêt à court terme ont fortement baissé, ceux du papier à 90 jours étant passés d'environ 11½ % au début de 1991 à 7½ % à la fin de l'année. Même si ces taux ont fluctué au cours des deux premiers mois de 1992, ils ont, dans l'ensemble, encore diminué.

Taux d'intérêt à court terme au Canada et aux États-Unis



Au cours des dix premiers mois de 1991, le cours du dollar canadien pondéré en fonction des échanges commerciaux s'est apprécié de

4¼ % malgré l'amenuisement des écarts des taux d'intérêt entre le Canada et les grands pays industriels. Il a été soutenu par la forte demande d'avoirs libellés en dollars canadiens, laquelle reflétait la confiance des investisseurs dans l'engagement pris par les autorités monétaires de réaliser la stabilité des prix à moyen terme. Durant les deux derniers mois de 1991, le dollar canadien a donné quelques signes de faiblesse, en partie par suite d'un ralentissement des entrées de capitaux, lié dans une large mesure à un nouveau rétrécissement des écarts entre les taux d'intérêt en vigueur au Canada et dans les grands pays européens. À la fin de 1991, le dollar s'échangeait à peu près au même taux qu'au début de l'année. Il a amorcé un nouveau repli à la mi-janvier 1992, qui l'a amené entre 84 et 85 cents É.-U. durant tout le mois de février.

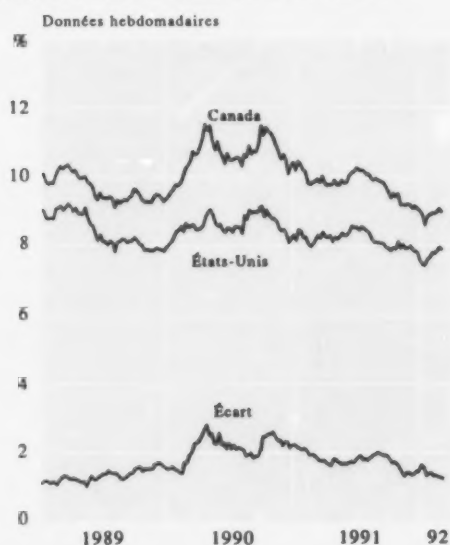
Taux de change du dollar canadien



L'atténuation des attentes inflationnistes s'est accompagnée d'un recul marqué des taux de rendement des obligations à long terme. Les réductions des taux administrés ont généralement suivi celles des taux du marché pour des échéances comparables, et les banques à charte ont abaissé le taux de base de leurs prêts aux

entreprises de 4¾ points de pourcentage au cours de l'année, le ramenant ainsi à 8 %. Les taux des prêts hypothécaires ont eux aussi fortement diminué : les taux à 1 an ont baissé de 4 points de pourcentage pour se situer à 8½ %, et ceux à 5 ans, de 2½ points pour s'établir juste sous la barre des 10 % à la fin de 1991. Les taux d'intérêt administrés ont continué de se replier en janvier 1992. Le taux de base des prêts bancaires est descendu à 7½ %, et le taux des prêts hypothécaires à 5 ans, à 9¾ %. Il s'agit là des taux les plus bas depuis près de 20 ans.

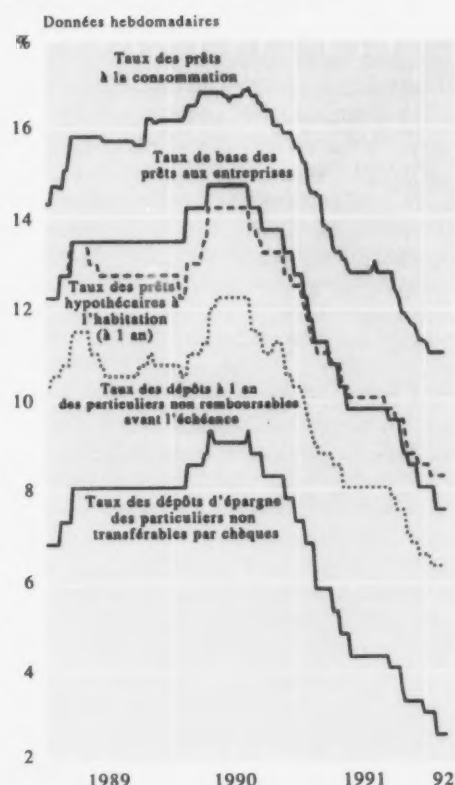
Taux de rendement des obligations à long terme des gouvernements canadien et américain



La conduite au jour le jour de la politique monétaire

Pendant la majeure partie de 1991, les attentes de baisses des taux d'intérêt à court terme ont été tellement fortes sur le marché que la Banque est intervenue afin de prévenir un recul trop rapide de ces taux. Pour ce faire, elle s'est surtout employée à maintenir en deçà du niveau désiré par les adhérents de l'Association canadienne des paiements le volume global des soldes de règlement que ceux-ci tiennent chez elle. Son intervention a engendré des pressions à la hausse sur le coût du financement à un jour des stocks de titres du marché monétaire que

Quelques taux d'intérêt des banques



maintiennent les courtiers en valeurs mobilières; aussi, le taux des prêts à vue a-t-il généralement dépassé celui des bons du Trésor à 3 mois. La Banque a également effectué à quelques occasions des opérations d'open market dans le but de contenir des mouvements à la baisse trop rapides des taux d'intérêt à court terme. Elle a fréquemment vendu des bons du Trésor sur le marché et a parfois procédé à des cessions en pension en vue de resserrer le marché du financement à un jour. Dans le cadre de telles opérations de pension, la Banque offre aux banques à charte de leur vendre des titres du gouvernement canadien à un taux arrêté par elle, en s'engageant à les racheter le jour ouvrable suivant.

Chaque fois que les taux du financement à un jour ont été supérieurs à ceux qui étaient visés et que l'activité sur le marché des bons du

Taux des prêts à vue et des bons du Trésor à 3 mois



Trésor s'est affaiblie, la Banque a conclu des prises en pension spéciales, à un taux fixé par elle, avec certains courtiers en valeurs mobilières et banques à charte désignés agents agréés du marché monétaire, afin de faire baisser le coût du financement. Les prises en pension spéciales sont des opérations par lesquelles la Banque achète des titres à court terme (généralement des bons du Trésor) du gouvernement canadien auprès des agents agréés du marché monétaire et les leur revend le jour ouvrable suivant. La Banque a aussi effectué à l'occasion des achats ordinaires de bons du Trésor sur le marché. Le Tableau 1 fournit le détail de ces diverses transactions.

Le cadre établissant les relations entre la Banque du Canada et les adhérents de l'Association canadienne des paiements a été modifié le 18 novembre 1991 afin de tenir compte des changements qu'amènera sous peu la nouvelle législation relative aux institutions financières (voir ci-après). Avec la mise en place du nouveau système, on peut s'attendre notamment à une augmentation du nombre des avances que les adhérents obtiendront auprès de la Banque du Canada. Le Tableau 1 montre le

montant moyen des réserves excédentaires des banques à charte pour chaque période de calcul des réserves en 1991, ainsi que la moyenne mensuelle des soldes de règlement de l'ensemble des autres adhérents. Il indique aussi les soldes de règlement cumulatifs des adhérents, à compter du 18 novembre, pour chacune des nouvelles périodes de calcul des moyennes. En outre, le Tableau donne l'encours moyen des avances octroyées par catégorie d'institution. Dans le cas des banques, les chiffres comprennent la portion non remboursée, au 31 décembre 1991, des avances spéciales consenties en 1985 à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque, soit en tout 29,5 millions de dollars.

* * * * *

La législation concernant les institutions financières

La nouvelle législation fédérale concernant les institutions financières, qui comprend quatre projets de loi touchant les banques, les sociétés de fiducie ou de prêt, les compagnies d'assurance et les institutions coopératives de crédit, a obtenu la sanction royale en décembre 1991 et devrait entrer en vigueur au printemps de 1992. Elle habilite les institutions financières soumises à la réglementation fédérale à offrir la plupart des services financiers directement, ou indirectement par des filiales ou comme mandataire d'un groupe financier. Certaines restrictions s'appliqueront toutefois, par exemple l'interdiction pour les institutions de dépôt de vendre des assurances dans leurs succursales. Les changements introduits accroîtront la concurrence, ce qui permettra aux ménages et aux entreprises d'avoir accès à un plus large éventail d'institutions et de se procurer plus facilement des services et des produits financiers. Il est prévu que la nouvelle législation sera réexaminée dans cinq ans.

La législation maintient les exigences relatives à la propriété à participation multiple pour les banques de l'annexe A et impose comme nouvelle exigence qu'au moins 35 % des actions avec droit de vote des autres institutions financières dont les capitaux propres dépassent 750 millions de dollars soient, à moins

Tableau 1
Opérations de la Banque du Canada

En millions de dollars, sauf indication contraire

		Encours des cessions en pension		Encours des prises en pension spéciales		Encours des prises en pension ¹		Ventes et achats de bons du Trésor ²	
		Nombre de jours	Encours moyen ³	Nombre de jours	Encours moyen ³	Nombre de jours	Encours moyen ³	Ventes	Achats
1991									
Janvier	1-15	0	0,0	0	0,0	9	363,4	4 315,0	98,0
	16-31	0	0,0	1	37,9	10	303,6		
Février	1-15	0	0,0	4	180,9	11	350,0	1 735,0	470,0
	16-28	0	0,0	3	137,8	8	362,6		
Mars	1-15	0	0,0	6	270,5	10	336,4	1 932,7	687,7
	16-31	0	0,0	1	20,6	6	136,6		
Avril	1-15	1	4,5	1	40,5	5	128,2	3 419,0	339,0
	16-30	0	0,0	2	69,5	5	78,3		
Mai	1-15	1	34,1	0	0,0	9	174,6	2 907,0	-
	16-31	0	0,0	0	0,0	7	103,8		
Juin	1-15	0	0,0	1	32,0	6	105,4	1 653,1	433,1
	16-30	0	0,0	0	0,0	4	103,2		
Juillet	1-15	0	0,0	1	102,5	3	46,2	2 287,6	1 732,6
	16-31	3	67,9	1	26,7	3	27,1		
Août	1-15	0	0,0	0	0,0	6	130,7	2 095,0	100,0
	16-31	0	0,0	0	0,0	5	117,9		
Septembre	1-15	0	0,0	2	106,1	4	63,2	3 504,0	360,0
	16-30	0	0,0	1	37,3	10	319,2		
Octobre	1-15	0	0,0	5	220,5	9	290,7	2 460,0	130,0
	16-31	0	0,0	2	105,0	11	303,1		
Novembre	1-15	0	0,0	3	297,5	8	259,9	1 285,0	123,0
	16-30	0	0,0	1	43,5	1	21,5		
Décembre	1-15	0	0,0	0	0,0	8	222,8	2 522,6	962,6
	16-31	1	77,5	3	164,0	2	9,4		
1992									
Janvier	1-15	1	25,0	2	59,5	9	240,0	2 363,0	321,0
	16-31	0	0,0	1	33,8	5	81,5		
Février	1-15	0	0,0	1	42,0	4	37,7		

1. Les prises en pension ordinaires représentent une source de financement mise à la disposition des courtiers en valeurs mobilières qui sont des agents agréés du marché monétaire; entreprises à l'initiative de ceux-ci, elles sont rémunérées au taux d'escompte et leur montant ne peut dépasser une limite préétablie.
2. Ne comprend pas les achats faits aux adjudications ni les ventes aux clients. Comprend les échanges de bons du Trésor effectués avec les participants du marché monétaire aux fins de gestion de portefeuille.
3. Moyenne fondée sur le nombre de jours ouvrables

Réserves-encaisse, soldes de règlement et avances

En millions de dollars, sauf indication contraire

Réserves-encaisse des banques à charte			Adhérents parabancaires de l'Association canadienne des paiements			Soldes de règlement calculés et cumulatifs des adhérents
Montant cumulé des excédents pour la période	Encours des avances aux banques à charte		Moyenne des dépôts à la Banque du Canada	Encours des avances aux adhérents parabancaires		
	Nombre de jours	Encours moyen¹		Nombre de jours	Encours moyen¹	
1 088 334	10 12	142,7 79,6	67	18	13,9	
1 555 818	11 9	145,4 148,4	81	12	31,7	
1 426 2 425	11 9	76,6 64,1	80	13	19,5	
616 759	11 11	100,0 88,4	66	19	19,9	
253 1 234	11 11	117,9 116,7	67	15	17,8	
1 044 1 928	10 10	68,7 55,4	61	16	27,4	
951 198	10 12	120,8 82,1	79	14	10,2	
319 2 133	11 11	142,9 89,3	70	16	10,3	
1 214 952	9 11	102,3 192,5	61	14	13,2	
1 718 2 314	10 12	118,6 43,1	70	15	15,2	
1 848 3 063	10 10	98,8 162,7	59	19	33,8	
1 594 1 638	10 10	193,4 190,6	63	20	52,5	18 nov. 15 déc. 2 077
						16 déc. 625
1 619 2 508	10 12	151,1 161,0	59	21	56,4	15 janv. 16 janv. 465
931	10	209,5				16 févr.

d'exemption ministérielle, détenus par un grand nombre d'investisseurs. Tout changement important de propriété devra être approuvé par le ministre des Finances.

Certaines mesures ont été prises en vue d'améliorer les normes de surveillance prudentielle. Premièrement, les opérations entre les institutions financières sous réglementation fédérale et des apparentés seront interdites, sauf dans certains cas. Deuxièmement, le Bureau du surintendant des institutions financières sera habilité à obtenir des renseignements au sujet des sociétés situées en amont ou en aval des institutions financières sous réglementation fédérale. Enfin, le rôle des conseils d'administration des institutions financières sera renforcé.

L'élimination de l'obligation légale imposée aux banques à charte de maintenir des réserves revêt une importance particulière pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Les

exigences en matière de réserves secondaires seront levées dès l'entrée en vigueur de la nouvelle législation, tandis que l'obligation de maintenir des réserves primaires sera supprimée graduellement sur une période de deux ans. Par suite du dépôt du projet de loi prévoyant l'élimination graduelle des réserves obligatoires et de la baisse des montants détenus à titre de réserves au cours des dernières années, la Banque du Canada a modifié, le 18 novembre 1991, le cadre de conduite au jour le jour de la politique monétaire². Le nouveau système permettra à la Banque d'exercer sur les taux d'intérêt à très court terme une influence comparable à celle qu'elle a actuellement.

² Ces modifications sont décrites dans *La mise en œuvre de la politique monétaire dans un système libre de réserves obligatoires*, troisième document préliminaire, révisé en septembre 1991.

LES ACTIVITÉS DE LA BANQUE DU CANADA

Les activités de la Banque du Canada découlent des quatre grandes fonctions que lui confère la *Loi sur la Banque du Canada*, à savoir la formulation de la politique monétaire, l'exécution de diverses opérations bancaires, l'émission des billets de banque et la gestion de la dette du gouvernement canadien.

La formulation de la politique monétaire

La responsabilité de la Banque du Canada en matière de politique monétaire est de contribuer à la bonne tenue générale de l'économie canadienne. Comme l'explique la première section du présent rapport, cela revient à dire que la Banque doit veiller au maintien d'un rythme d'expansion monétaire qui garantisse que la valeur de la monnaie ne sera pas minée par une inflation persistante. C'est en vue d'atteindre cet objectif que la Banque du Canada et le gouvernement canadien ont annoncé conjointement, en février 1991, des cibles de réduction de l'inflation. Les cibles arrêtées pour la croissance, d'une année à l'autre, de l'indice des prix à la consommation sont les suivantes :

- 3 % à la fin de 1992;
- 2½ % au milieu de 1994;
- 2 % à la fin de 1995.
- Après 1995, l'objectif serait de continuer de faire baisser le taux d'inflation jusqu'à ce que la stabilité des prix soit atteinte. Bien que beaucoup de recherches aient déjà été effectuées pour déterminer ce qu'est, dans la pratique, la stabilité du niveau général des prix, on s'est abstenu d'en donner une définition plus précise au cas où de nouveaux résultats

d'analyses sur le sujet seraient obtenus dans les années à venir¹.

La formulation de la politique monétaire implique le choix d'une trajectoire d'expansion monétaire qui soit compatible avec la réalisation des objectifs que représentent concrètement les cibles de réduction de l'inflation. La Banque détermine cette trajectoire et les conditions monétaires nécessaires à sa mise en place à partir d'une évaluation de la conjoncture économique et financière au Canada et à l'étranger. Aux fins de cette évaluation, des employés de la Banque rencontrent les représentants de diverses branches d'activité commerciale et industrielle et de différentes entreprises, entretiennent des rapports avec les participants du marché financier et un grand nombre d'autres interlocuteurs et procèdent à l'analyse de diverses statistiques économiques et financières.

Afin de rester au fait de l'évolution de la situation mondiale et de maintenir son engagement dans les grands dossiers financiers, la Banque prend part à des rencontres internationales, notamment à celles regroupant les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des pays du groupe des Sept, ainsi qu'aux réunions de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques, de la Banque des Règlements Internationaux et du Fonds monétaire international (FMI).

¹ Pour une analyse plus poussée des cibles de réduction de l'inflation, voir le « Document d'information sur les cibles » reproduit dans le numéro de mars 1991 de la *Revue de la Banque du Canada* ainsi que l'article intitulé « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », paru dans celui de septembre 1991.

Les économistes de la Banque analysent l'évolution de la conjoncture économique et financière à partir de données tirées de sources nationales et internationales, données qu'ils complètent à l'aide de lectures et de travaux portant sur le fonctionnement de l'économie. Les renseignements obtenus alimentent directement le processus de prise de décisions en matière de politique monétaire.

Par ailleurs, les cadres supérieurs de la Banque rencontrent divers groupes au Canada pour discuter de questions relatives à la politique monétaire et des progrès accomplis dans la réalisation des objectifs visés. En 1991, le gouverneur a prononcé six discours officiels devant des auditoires représentant divers secteurs de l'économie dans différentes villes, de Vancouver à Saint John. Il a également été appelé, à deux reprises, à témoigner devant des comités parlementaires. En outre, le gouverneur et les cadres supérieurs de la Banque ont, à l'occasion de plus de 125 rencontres informelles au cours de l'année, échangé des renseignements sur la situation économique du pays et des régions avec des universitaires, des groupes d'intérêts, des représentants des secteurs industriels et financiers et des fonctionnaires provinciaux de tous les coins du pays.

La Banque apporte parfois une aide technique à des pays en développement, habituellement par l'entremise du FMI. Elle a aussi donné son accord à l'octroi, sous les auspices du FMI, d'une aide technique aux banques centrales des pays d'Europe de l'Est engagés dans un processus de réforme économique et aux républiques de l'ancienne URSS.

Les opérations bancaires

La Loi sur la Banque du Canada autorise la Banque à mener différentes opérations bancaires. Celles-ci visent essentiellement à soutenir la mise en œuvre de la politique monétaire et à assurer la prestation de services bancaires au gouvernement et à d'autres clients.

La mise en œuvre de la politique monétaire

La mise en œuvre de la politique monétaire a pour objet l'établissement de conditions compatibles avec la trajectoire d'expansion monétaire souhaitée. La capacité qu'a la Banque d'agir sur les conditions

monétaires est liée principalement à l'influence qu'elle a sur les taux du financement à un jour. Cette influence s'exerce surtout par les décisions qu'elle prend quotidiennement au sujet de l'importance des soldes de règlement dont disposeront les institutions financières qui participent directement à la compensation des chèques et autres effets de paiement. Comme l'indique la section du présent rapport qui traite de la conduite au jour le jour de la politique monétaire, les mesures visant à ajuster le volume des soldes de règlement sont complétées de temps à autre par des opérations de financement spéciales (prises en pension spéciales et cessions en pension) entre la Banque et des participants désignés du marché monétaire et par des ventes ou des achats ordinaires de bons du Trésor du gouvernement canadien².

En 1991, les achats de bons du Trésor nouvellement émis que la Banque a effectués ont totalisé 32,9 milliards de dollars, déduction faite du montant des émissions échues. Ces achats ont surtout servi à des opérations d'open market, mais la Banque a aussi vendu pour plus de 6,3 milliards de dollars de ces titres à des clients (banques centrales, comptes du gouvernement canadien et organismes internationaux). Compte tenu du montant net des ventes effectuées sur le marché pour des raisons liées à la conduite de la politique monétaire, le portefeuille de bons du Trésor de la Banque s'est accru de près de 2,6 milliards de dollars au cours de l'année. Principalement, ces achats d'actifs financiers ont été réalisés en contrepartie de l'augmentation du passif de la Banque sous forme de billets de banque et de dépôts des institutions financières.

La gestion de la trésorerie du gouvernement fédéral

La Banque collabore activement avec le ministère des Finances à la gestion de la trésorerie du gouvernement dans le but de réduire les coûts occasionnés par les besoins de liquidités de ce dernier et le service de sa dette. En 1991, les montants mis aux enchères lors des

² Pour obtenir des précisions sur la principale technique qu'utilise la Banque pour mettre en œuvre la politique monétaire, voir l'article intitulé « La gestion des encaisses : principale technique employée par la Banque du Canada dans la conduite de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, janvier 1991.

adjudications régulières de bons du Trésor ont fluctué, d'une semaine à l'autre, entre 5 et 7,2 milliards de dollars, selon les besoins de liquidités. Tirant parti de la technique des swaps de gestion de trésorerie introduite en 1991, le Fonds des changes a conclu avec des banques canadiennes des accords de réciprocité en vertu desquels une partie de ses avoirs en devises a été échangée contre des dollars canadiens pour des échéances allant de un jour à trois mois. Ces opérations ont permis de limiter le recours aux bons de gestion de trésorerie (il s'agit de bons du Trésor assortis d'une échéance de moins de trois mois, la plus courte en 1991 ayant été de 11 jours). Ainsi, 11 émissions de ces bons ont été lancées en 1991, pour un montant total de 13,5 milliards de dollars, contre 22 émissions s'élevant à 24 milliards de dollars en 1990. En outre, afin que le solde des comptes à vue du gouvernement se maintienne au niveau minimum qu'imposent la mise en œuvre de la politique monétaire et l'obligation d'effectuer les paiements, la portion des liquidités excédant les besoins quotidiens du gouvernement a été mise aux enchères auprès des adhérents de l'Association canadienne des paiements pour des échéances précises allant de un à dix jours; en 1991, l'encours quotidien de ces dépôts à terme s'est élevé à 1,9 milliard de dollars en moyenne et a fluctué entre zéro et 6,4 milliards de dollars. Des parts de dépôts à vue ont été adjudgées aux adhérents à chacune des périodes bimensuelles de calcul des réserves³.

Le Fonds des changes

Au nom du ministre des Finances, la Banque du Canada effectue des opérations sur le marché des changes dans le but de favoriser un comportement ordonné du dollar canadien et gère le portefeuille d'avoirs du Fonds des changes. Son intervention consiste généralement en des achats ou des ventes de dollars É.-U. contre des dollars canadiens. Les opérations de la Banque sur le marché des changes peuvent

aussi porter sur d'autres monnaies, en particulier le mark allemand et le yen; ces opérations sont habituellement faites de concert avec les banques centrales des autres pays du groupe des Sept. Compte tenu du niveau élevé qu'ont atteint les réserves officielles du Canada ces dernières années, la Banque a consacré davantage de ressources à la gestion du portefeuille d'avoirs du Fonds des changes; elle a notamment fait l'acquisition de systèmes automatisés dans le but de faciliter les décisions relatives au placement des réserves.

Les réserves officielles du Canada ont accusé en 1991 une baisse d'un montant équivalant à 1 679 millions de dollars É.-U. pour s'établir à 16 901 millions de dollars É.-U. à la fin de l'année. Les opérations de swap de gestion de trésorerie mentionnées précédemment, dont l'encours s'élevait à 2 milliards de dollars É.-U. à la fin de 1991, expliquent amplement cette baisse. Par ailleurs, des remboursements nets de 929 millions de dollars É.-U. de bons du Canada, lesquels sont émis aux États-Unis, ont ramené l'encours de ces bons à 38,5 millions de dollars É.-U. à la fin de 1991.

Les banques centrales étrangères

La Banque du Canada gère les comptes de dépôt que 57 banques centrales étrangères tiennent auprès d'elle pour faciliter les opérations officielles qu'elles-mêmes ou les gouvernements de leurs pays effectuent en dollars canadiens. En 1991, la Banque du Canada a conclu avec la banque centrale du Mexique un accord prévoyant l'octroi réciproque d'une ligne de crédit en devises et la tenue de consultations régulières sur des questions financières et économiques. Cette facilité de crédit n'a pas été utilisée. Un accord du même type lie la Banque du Canada et la Banque fédérale de réserve de New York depuis 1962. Par ailleurs, la Banque du Canada, avec le consentement du ministre des Finances, a participé avec les autorités monétaires d'autres pays industriels à une opération de financement visant à accorder un crédit-relais à la Roumanie. La part souscrite par le Canada dans cette opération multilatérale, liée à un programme d'assistance du FMI, était de 10 millions de dollars É.-U. Ce prêt a été entièrement remboursé par la Roumanie avant l'échéance.

³ Voir « Note technique : L'adjudication des dépôts du Receveur général », *Revue de la Banque du Canada*, août 1991.

Les autres opérations bancaires

En vertu de l'article 178 de la *Loi sur les banques*, la Banque du Canada est responsable des registres de préavis de nantissement de certaines catégories de biens d'équipement ou de stocks qui servent à garantir des emprunts contractés auprès des banques à charte. La Banque garde aussi les soldes non réclamés des comptes bancaires, lesquels sont transférés chez elle après avoir été inactifs pendant dix ans; elle tient dans chacune de ses agences des registres de ces soldes, que le public peut consulter gratuitement. Avec la nouvelle législation fédérale, la responsabilité de la Banque s'étendra aux soldes non réclamés des comptes tenus dans les sociétés de fiducie ou de prêt constituées en vertu d'une loi fédérale.

La Banque joue un rôle de conseiller en matière de réglementation et de surveillance des institutions financières. Afin que soient étroitement coordonnées les opérations qu'effectue la Banque à titre de prêteur en dernier ressort et les activités de surveillance du Bureau du surintendant des institutions financières, le gouverneur est membre d'office du Comité de surveillance des institutions financières, que préside le surintendant. Le gouverneur est également membre d'office du conseil d'administration de la Société d'assurance-dépôts du Canada.

Pour assurer une gestion adéquate des risques afférents aux systèmes canadiens de compensation et de règlement et pour satisfaire à ses propres exigences de fonctionnement, la Banque participe à différents projets. En effet, elle collabore avec d'autres membres de l'Association canadienne des paiements à l'étude du projet de mise sur pied d'un système de transfert de paiements de grande valeur; elle travaille, de concert avec la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée, à l'élaboration d'un service de compensation et de règlement des transactions sur titres de dette et titres du marché monétaire; elle siège aussi à différents comités constitués au Canada pour étudier la possibilité de mettre en œuvre les recommandations relatives aux mécanismes de compensation et de règlement des transactions sur titres que contient le rapport du groupe des Trente; en outre, elle participe avec les institutions financières aux discussions entourant le mécanisme de compensation multilatérale des opérations sur devises.

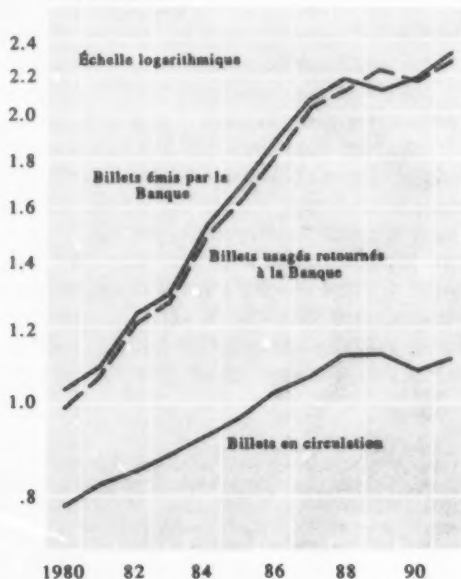
L'émission des billets de banque

La Banque doit répondre efficacement à la demande de billets de banque partout au pays et prévenir la contrefaçon afin que l'authenticité de ses billets ne soit pas mise en doute. Elle émet des billets pour répondre à l'accroissement de la demande et pour remplacer les billets devenus impropres à la circulation. La Banque remet aussi en circulation les billets usagés en bon état qui lui ont été retournés par les institutions financières ayant un surplus de numéraire. À la fin de 1991, l'encours des billets se chiffrait à 24,5 milliards de dollars, soit environ 90 % de l'ensemble du passif de la Banque.

Le volume de billets traités par les agences de la Banque, situées dans différentes régions du pays, a recommencé à augmenter en 1991; sa croissance avait été interrompue en 1989, l'émission des billets de un dollar ayant été abandonnée vers le milieu de l'année. La Banque a ainsi traité plus de 4,5 milliards de billets, chiffre qui tient compte à la fois des retraits de billets et des dépôts de billets usagés effectués par les institutions financières.

Billets de banque

Milliards de billets



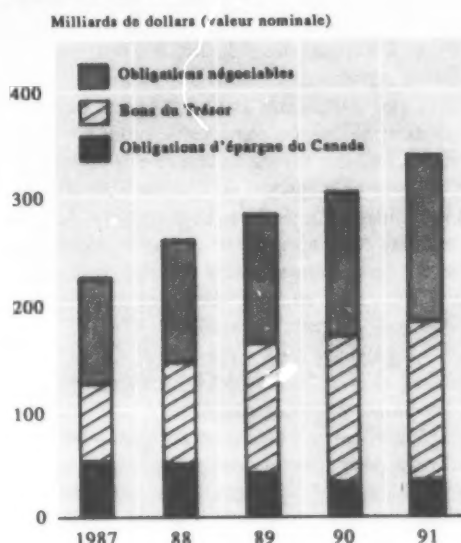
Ce sont les Agences de Montréal et de Toronto qui traitent les plus grosses quantités de billets, avec chacune plus de 25 % du total de billets manipulés en 1991. Le nombre de billets qui leur est confié annuellement a à peu près décuplé depuis que les installations actuelles ont été construites, soit en 1950 dans le cas de Montréal, et en 1958 dans celui de Toronto. Pour traiter les volumes actuels de façon plus efficiente et être à même de faire face aux augmentations prévues, la Banque fait actuellement construire de nouveaux centres de traitement des billets à l'extérieur des quartiers financiers de Montréal et de Toronto. Ces centres permettront d'améliorer la productivité grâce à l'utilisation d'une technologie avancée. Le nouveau centre des opérations de Montréal devrait être pleinement opérationnel vers le milieu de 1993, tandis que celui de Toronto devrait l'être environ un an plus tard.

Dans le cadre de son programme visant à décourager la contrefaçon, la Banque acquiert des équipements additionnels de production et d'application de la vignette de sûreté. Cet équipement lui est nécessaire pour incorporer la vignette au nouveau billet de 20 dollars, dont la mise en circulation est prévue pour 1993. La coupure de 20 dollars est celle qui est le plus largement utilisée : elle représente plus de 30 % du nombre total de billets en circulation. Les nouveaux billets de 50 et de 100 dollars, émis en 1989 et en 1990 respectivement, sont déjà dotés de la vignette.

La gestion de la dette du gouvernement canadien

En sa qualité d'agent financier du gouvernement, la Banque du Canada conseille celui-ci et est responsable de la gestion des nouvelles émissions de titres de dette, du service et, finalement, du remboursement de la dette. En 1991, l'encours des emprunts sur le marché libellés en dollars canadiens – obligations négociables, bons du Trésor et obligations d'épargne du Canada – a augmenté de 32,6 milliards de dollars pour passer à 340,7 milliards de dollars⁴. Les obligations

Encours des emprunts sur le marché libellés en dollars canadiens



négociables ont compté pour plus de la moitié de cette augmentation, et leur part dans l'encours de la dette s'est accrue pour atteindre 46,2 %. Près de 75 % de la valeur nominale des nouvelles émissions d'obligations négociables ont été placés par voie d'adjudication, tandis que le reste a été vendu à prix fixe par l'entremise de consortiums financiers de courtiers en valeurs mobilières et de banques. Au nombre des nouveaux emprunts figurait la première émission d'obligations à rendement réel, dont le rendement nominal est lié à l'indice des prix à la consommation; cette première émission se chiffrait à 700 millions de dollars.

Le recours aux bons du Trésor a légèrement diminué en 1991, et la proportion des emprunts intérieurs émis sur le marché sous cette forme est passée du niveau record de 43,9 % en 1990 à 43,3 %. L'échéance moyenne de la portion de la dette intérieure constituée de titres négociables (obligations et bons du Trésor) a augmenté de 4 mois pour s'établir à 4 ans et 5 mois. La proportion des emprunts sur le marché libellés en dollars canadiens dont les taux sont rajustés annuellement (y compris des

⁴ La dette publique comprend également les titres de dette libellés en devises et les émissions hors marché destinées aux comptes de l'État (en l'occurrence, presque exclusivement aux comptes de pension de retraite).

swaps de taux d'intérêt en cours totalisant 4,9 milliards de dollars à la fin de 1991) a fléchi au cours de l'année, passant de 60,6 % à 59,7 %.

L'encours des obligations d'épargne du Canada a connu une hausse de 1,4 milliard de dollars en 1991, après avoir accusé une baisse sensible pendant deux années de suite. Le produit brut des ventes de la nouvelle émission d'obligations d'épargne du Canada s'est chiffré à 9,6 milliards de dollars. La proportion de l'encours des emprunts sur le marché représentée par ces titres a quand même diminué de nouveau pour s'établir à 10,5 %, soit moins de la moitié du plus récent sommet, atteint en 1987.

La Banque est responsable de l'intégrité des registres de la dette publique intérieure, de l'exactitude des montants versés à titre de capital ou d'intérêt et de l'efficacité des méthodes utilisées pour effectuer ces paiements au nom du gouvernement. Le volume de traitement lié à l'administration de la dette a affiché une baisse pour la deuxième année d'affilée. Cette baisse est attribuable à la réduction de la charge de travail relative tant aux obligations d'épargne du Canada qu'aux obligations négociables.

Au moins les trois quarts des opérations de traitement effectuées chaque année portent

sur les obligations d'épargne du Canada. Le nombre de certificats remboursés a de nouveau diminué de façon marquée en 1991, mais cette diminution a été compensée en partie par l'augmentation des ventes de ces titres et d'autres services. En effet, la Banque doit maintenant fournir chaque année aux propriétaires d'obligations d'épargne du Canada à intérêt composé de l'émission de 1990 et des émissions ultérieures des feuillets de renseignements faisant état des intérêts courus sur leurs titres.

Le volume de travail occasionné par le traitement des obligations négociables a fléchi au cours des deux dernières années, principalement parce que ces titres sont désormais traités dans les systèmes informatisés de compensation et de règlement de la Caisse Canadienne de Dépôt de Valeurs Limitée. Cela a entraîné une réduction substantielle du nombre de certificats traités et un regroupement des paiements d'intérêts.

La Banque a entrepris la mise en place d'un registre automatisé des titres négociables du gouvernement, qui remplacera le registre manuel actuel. L'automatisation du registre permettra d'améliorer l'efficacité et la sécurité des opérations de traitement.

LES DÉPENSES D'EXPLOITATION DE LA BANQUE DU CANADA

La Banque du Canada est placée sous l'autorité d'un conseil d'administration. Celui-ci approuve les objectifs, les programmes et le budget de la Banque, après s'être assuré, à l'examen des propositions, que ceux-ci obéissent à des impératifs d'efficacité et d'économie.

Le programme et le budget pour l'année 1991, qui avaient été approuvés en décembre 1990, ont été modifiés en cours d'année de façon que le niveau des dépenses prévues soit pleinement compatible avec le programme de contrôle des dépenses annoncé le 26 février 1991 par le gouvernement fédéral. Afin de comprimer les dépenses pour 1991, la Banque a dû reporter ou annuler un certain nombre de projets et utiliser moins de ressources humaines. Outre la réduction du budget pour l'exercice de 1991, le Conseil d'administration a approuvé l'objectif consistant à limiter le taux moyen de croissance annuelle des dépenses d'exploitation à moins de 3 % au cours des cinq prochaines années. La Banque du Canada doit, tout en respectant cette limite, mener à bien la construction puis l'exploitation des nouveaux centres de traitement des billets de Montréal et de Toronto, ainsi que la production d'un nouveau billet de 20 dollars muni d'une vignette de sûreté. Comme le taux moyen de croissance visé sera dépassé en 1994 et 1995, lorsque l'incidence des dépenses liées à la construction de ces centres se fera sentir avec le plus d'acuité, l'augmentation des dépenses d'exploitation devra être inférieure à 3 % en 1992 et en 1993.

Les dépenses d'exploitation de la Banque du Canada pour l'année 1991 ont été moins élevées que prévu au budget; en fait, elles se sont maintenues au niveau enregistré en 1990. Si l'on exclut les effets de la TPS, elles ont de fait enregistré une baisse de 2 % par rapport à ce niveau. Le tableau ci-après fournit une ventilation des dépenses d'exploitation de la Banque.

Dépenses d'exploitation

En millions de dollars

	1991	1990
Frais de personnel	97,5	96,0
Billets de banque	41,7	41,5
Autres dépenses	49,2	48,4
Amortissement	17,2	20,1
Total	205,6	206,0

En 1991, la masse salariale a progressé de moins de 2 %. Le relèvement des taux de rémunération et des échelles salariales, approuvé à la fin de 1990, et une modification de la composition du personnel ont entraîné une augmentation du salaire moyen versé à la Banque. Parallèlement, le nombre total des années-personnes utilisées en 1991 (lequel comprend les heures supplémentaires et les employés temporaires et à temps partiel, mais non les employés affectés à l'entretien des immeubles) est passé de 2 301 à 2 193, ce qui représente une chute de 4,7 % par rapport à 1990.

En 1992, le nombre d'années-personnes utilisées baissera encore de près de 1 %, et aucune augmentation des taux de rémunération et des échelles salariales n'est accordée. Le salaire des cadres supérieurs est gelé. Les niveaux de rémunération des autres employés salariés ont été examinés à la lumière de la politique salariale de la Banque et, lorsqu'ils ne correspondaient pas au niveau de rendement, ils ont fait l'objet de rajustements au sein des échelles appropriées. Au total, les rajustements effectués sont comparables aux augmentations annuelles d'échelon dont bénéficient les employés du gouvernement fédéral.

Les dépenses relatives aux billets de banque ont servi principalement à l'achat et à l'expédition, dans l'ensemble du Canada, des billets que la Banque fait imprimer, à Ottawa,

par la société *B A Banknote* et par la Compagnie Canadienne des Billets de Banque Ltée. Le nombre de vignettes de sûreté fabriquées et appliquées sur les billets de banque a continué d'augmenter en 1991 avec le nombre de billets de 50 et de 100 dollars mis en circulation. Environ 5 % des dépenses relatives aux billets de banque sont liées aux recherches entreprises pour améliorer les éléments de sécurité et le traitement des billets. Ayant récemment modernisé son équipement, la Banque a été en mesure de récupérer et de remettre en circulation une plus forte proportion des billets usagés reçus en dépôt et de réduire ainsi ses besoins en billets neufs.

La hausse des « Autres dépenses » de la Banque en 1991 est surtout attribuable aux frais initiaux liés au recours à une entreprise externe pour le nettoyage des immeubles de la Banque. La sous-traitance de ces travaux devrait permettre d'économiser 1,5 million de dollars en 1992 et par la suite 2 millions de dollars annuellement.

Les dépenses d'amortissement ont diminué en 1991 par rapport à 1990, année où un montant initial élevé avait été affecté à l'amortissement en raison du remplacement d'une bonne partie de l'équipement informatique de la Banque. Il est à prévoir que les dépenses d'amortissement augmenteront au cours des prochaines années, au fur et à mesure que les nouveaux centres de traitement des billets à Montréal et à Toronto seront achevés et équipés et que l'on mettra en service de l'équipement additionnel pour fabriquer et appliquer les vignettes de sûreté.

La Banque a pris des mesures en vue de recouvrer une plus grande partie des coûts liés à la prestation de certains services et elle étudie actuellement la possibilité de prendre d'autres mesures en ce sens. Par exemple, elle a étendu aux bons du Trésor les droits qu'elle percevait déjà sur les transferts électroniques et sur les autres services fournis le jour même dans le cadre d'opérations relatives aux obligations du gouvernement canadien. De même, le Musée de la monnaie a instauré en 1991 un droit d'entrée. Enfin, la Banque a demandé l'autorisation de rajuster les droits qu'elle perçoit pour l'enregistrement des préavis de nantissement de certains actifs en vertu de l'article 178 de la *Loi sur les banques*.

Répartition des dépenses d'exploitation par fonction

Le graphique ci-après illustre la répartition des dépenses d'exploitation, qui totalisent 205,6 millions de dollars, entre les principales fonctions de la Banque :

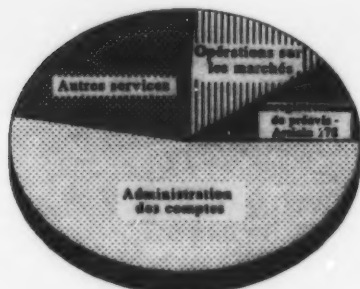


Formulation de la politique monétaire



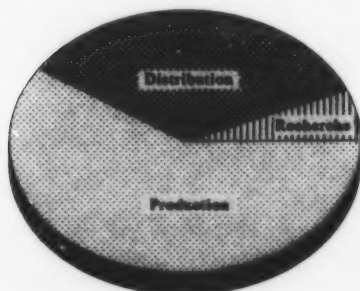
Les frais d'exploitation liés à la formulation de la politique monétaire se sont chiffrés à 39 millions de dollars environ en 1991. À peu près les trois quarts de ce montant ont été consacrés à l'étude de la conjoncture économique et financière au Canada et à l'étranger, ainsi qu'aux prévisions économiques. Le montant restant a servi à des recherches encore plus approfondies sur le fonctionnement de l'économie et des marchés financiers.

Opérations bancaires



Le coût net des opérations bancaires a avoisiné les 19 millions de dollars en 1991. Les deux tiers environ de cette somme ont été consacrés à la gestion des comptes et aux opérations sur les marchés, où les possibilités de recouvrement des coûts sont minces. Les « Autres services », pour lesquels près du quart des dépenses ont été engagées, regroupent essentiellement les services liés aux avances consenties aux membres de l'Association canadienne des paiements, à l'administration des soldes bancaires non réclamés et à la gestion de la Collection nationale de monnaies et du Musée de la monnaie.

Émission des billets de banque



Les dépenses d'exploitation liées à l'émission des billets de banque se sont établies à 86 millions de dollars. Les coûts de production, qui représentent environ 60 % de ces dépenses, comprennent le prix d'achat des billets neufs ainsi que les coûts de fabrication de la vignette de sûreté et de son application sur les grosses coupures. Viennent ensuite les frais de distribution, c'est-à-dire les dépenses engagées pour l'expédition des billets neufs aux diverses agences de la Banque et le traitement des commandes et des billets retournés par les banques. Sous la rubrique « Recherche » se trouvent surtout les frais engagés par la Banque pour l'élaboration des éléments de sécurité des billets.

Gestion de la dette du gouvernement canadien



Les frais de gestion de la dette du gouvernement canadien ont totalisé 62 millions de dollars. La Banque est tenue par la loi de fournir gratuitement à l'État des services d'agent financier, qui varient selon les besoins de ce dernier. Les deux tiers à peu près des dépenses que la Banque a engagées à cet égard sont liées au traitement des obligations d'épargne du Canada, dont les détenteurs sont beaucoup plus nombreux que ceux des obligations négociables et des bons du Trésor.



ÉTATS FINANCIERS



AUDITORS OF THE BANK OF CANADA
VÉRIFICATEURS DE LA BANQUE DU CANADA

RAYMOND, CHABOT, MARTIN, PARÉ

PEAT MARWICK THORNE

RAPPORT DES VÉRIFICATEURS

Nous avons vérifié l'état de l'actif et du passif de la Banque du Canada au 31 décembre 1991 ainsi que l'état des revenus et dépenses de l'exercice terminé à cette date. La responsabilité de ces états financiers incombe à la direction de la Banque. Notre responsabilité consiste à exprimer une opinion sur ces états financiers en nous fondant sur notre vérification.

Notre vérification a été effectuée conformément aux normes de vérification généralement reconnues. Ces normes exigent que la vérification soit planifiée et exécutée de manière à fournir un degré raisonnable de certitude quant à l'absence d'inexactitudes importantes dans les états financiers. La vérification comprend le contrôle par sondages des informations probantes à l'appui des montants et des autres éléments d'information fournis dans les états financiers. Elle comprend également l'évaluation des principes comptables suivis et des estimations importantes faites par la direction, ainsi qu'une appréciation de la présentation d'ensemble des états financiers.

À notre avis, ces états financiers présentent fidèlement, à tous égards importants, la situation financière de la Banque au 31 décembre 1991 ainsi que les résultats de son exploitation pour l'exercice terminé à cette date selon l'énoncé ci-joint des principales conventions comptables, appliquées de la même manière qu'au cours de l'exercice précédent.

Raymond, Chabot, Martin, Paré *Peat Marwick Thorne.*

Comptables agréés

Ottawa, Canada

le 24 janvier 1992



Banque du Canada**États des revenus et dépenses**

pour l'exercice terminé le 31 décembre 1991
(avec chiffres comparatifs pour 1990)

	1991	1990
	En millions de dollars	
REVENUS :		
Revenus de placements après déduction des intérêts payés sur les dépôts, soit 39,0 \$ (46,7 \$ en 1990)	<u>2 324,4 \$</u>	<u>2 614,5 \$</u>
DÉPENSES D'EXPLOITATION :		
Dépenses de personnel (note 2) :		
Traitements	80,2	78,9
Contributions aux régimes de retraite et d'assurance	11,8	10,9
Déplacements et mutations	2,7	3,4
Autres frais de personnel	2,8	2,8
	<u>97,5</u>	<u>96,0</u>
Coût des billets de banque	41,7	41,5
Autres dépenses :		
Entretien des immeubles – après déduction des revenus de location	21,2	19,8
Impôts municipaux et taxes d'affaires	10,9	10,3
Honoraires des administrateurs	0,1	0,1
Honoraires et frais des vérificateurs	0,6	0,6
Informatique et coûts reliés aux ordinateurs	7,5	7,8
Impression des publications	0,7	0,8
Autres travaux d'impression et fournitures de bureau	2,0	2,4
Postes et messageries	1,7	1,7
Télécommunications	1,9	2,0
Autres dépenses après recouvrements (note 3)	2,6	2,9
	<u>49,2</u>	<u>48,4</u>
Amortissement des bâtiments et de l'équipement	<u>17,2</u>	<u>20,1</u>
	205,6	206,0
REVENU NET VERSÉ AU COMPTE DU RECEVEUR GÉNÉRAL DU CANADA	<u>2 118,8 \$</u>	<u>2 408,5 \$</u>

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

Banque du Canada
État de l'actif et du passif

au 31 décembre 1991
(avec chiffres comparatifs pour 1990)

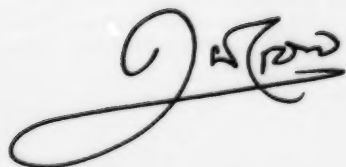
ACTIF	1991	1990
	En millions de dollars	
Dépôts payables en devises étrangères :		
Devises américaines	230,7 \$	343,8 \$
Autres devises	6,2	24,0
	<u>236,9</u>	<u>367,8</u>
Avances aux membres de l'Association canadienne des paiements (note 8)	1 173,9	470,7
Placements — à leurs valeurs amorties :		
Bons du Trésor du Canada	12 819,1	10 247,8
Autres valeurs mobilières émises ou garanties		
par le Canada, échéant dans les trois ans	3 920,1	3 997,2
Autres valeurs mobilières émises ou garanties		
par le Canada, n'échéant pas dans les trois ans	5 356,6	5 753,4
Autres placements	<u>3 002,9</u>	<u>3 863,7</u>
	<u>25 098,7</u>	<u>23 862,1</u>
Immeubles de la Banque (note 4)	196,6	167,6
Autres éléments de l'actif	339,0	406,3
	<u><u>27 045,1 \$</u></u>	<u><u>25 274,5 \$</u></u>

(Voir notes complémentaires aux états financiers)

PASSIF

1991 1990
En millions de dollars

Capital versé (note 5)	5,0 \$	5,0 \$
Fonds de réserve (note 6)	25,0	25,0
Billets en circulation	24 481,4	22 970,0
Dépôts :		
Gouvernement du Canada	21,0	10,6
Banques à charte	1 617,9	1 458,3
Autres membres de l'Association canadienne des paiements	133,6	134,0
Autres dépôts	559,4	405,8
	<u>2 331,9</u>	<u>2 008,7</u>
Passif payable en devises étrangères :		
Gouvernement du Canada	95,6	210,4
Autres éléments du passif	106,2	55,4
	<u>27 045,1 \$</u>	<u>25 274,5 \$</u>



Le gouverneur, J. W. CROW



Le comptable en chef, J.-P. AUBRY

Banque du Canada

Notes complémentaires aux états financiers

pour l'exercice terminé le 31 décembre 1991

1. Principales conventions comptables :

La présentation des états financiers de la Banque satisfait aux exigences de la *Loi sur la Banque du Canada* et de ses statuts administratifs en matière de comptabilité et de divulgation. Les principales conventions comptables de la Banque sont énumérées ci-dessous :

a) Revenus et dépenses :

Les revenus et les dépenses sont inscrits selon la méthode de la comptabilité d'exercice, à l'exception des intérêts sur les avances consenties à une banque dont la liquidation a été ordonnée, lesquels ne sont inscrits que lorsqu'ils sont perçus.

b) Placements :

Les placements, qui consistent surtout en bons du Trésor et en obligations du gouvernement du Canada, sont inscrits au prix coûtant ajusté en fonction de l'amortissement de l'escompte ou de la prime à l'achat. Cet amortissement ainsi que les gains ou pertes sur réalisation de ces placements sont imputés aux revenus.

c) Conversion des devises étrangères :

Les éléments de l'actif et du passif en devises étrangères ont été convertis en dollars canadiens aux taux de change en vigueur à la fin de l'exercice. Les gains ou les pertes sur la conversion des devises étrangères et les opérations qui s'y rapportent sont imputés aux revenus.

d) Immeubles de la Banque :

Cette catégorie comprend les terrains, les bâtiments et l'équipement, qui sont inscrits à leur coût, moins l'amortissement cumulé. L'amortissement est calculé, selon la méthode du solde dégressif, aux taux annuels suivants :

Actif	Taux
Bâtiments	5 %
Équipement informatique	35 %
Autre équipement	20 %

Une année complète d'amortissement est portée au compte des immobilisations durant l'exercice de l'achat, sauf pour les projets en cours, qui sont amortis à compter de l'achèvement intégral. Aucun amortissement n'est porté au compte des immobilisations durant l'exercice où un actif est aliéné.

e) Régime de retraite :

Les dépenses liées au régime de retraite sont comptabilisées au montant des contributions versées par la Banque. Les surplus ou insuffisances actuariels, le cas échéant, sont amortis sur des périodes n'excédant pas celles qui sont prescrites par la *Loi de 1985 sur les normes de prestation de pension*, et les contributions périodiques sont rajustées en conséquence.

f) Assurance :

La Banque n'est pas assurée contre les risques de perte auxquels elle est directement exposée, sauf en ce qui a trait à la responsabilité civile envers des tiers et lorsqu'elle est tenue de s'assurer en vertu de dispositions légales ou contractuelles. Les coûts découlant de ces risques sont inscrits aux comptes dès qu'il est possible d'en obtenir une estimation raisonnable.

2. Dépenses de personnel :

Les salaires et avantages sociaux du personnel affecté à l'entretien des immeubles ne sont pas inclus sous cette rubrique mais plutôt avec les dépenses d'entretien des immeubles.

3. Autres dépenses après recouvrements :

Cette catégorie inclut des sommes recouvrées sous forme de frais pour divers services fournis par la Banque. Par le passé, ces sommes (0,7 million de dollars pour 1990 et 1991) étaient inscrites dans les revenus.

4. Immeubles de la Banque :

	1991			1990		
	En millions de dollars					
	Coût	Amortis- sement cumulé	Valeur comptable nette	Coût	Amortis- sement cumulé	Valeur comptable nette
Terrains et bâtiments	174,6 \$	79,2 \$	95,4 \$	173,8 \$	74,3 \$	99,5 \$
Équipement informatique	43,4	31,7	11,7	40,6	25,5	15,1
Autre équipement	68,6	44,2	24,4	62,9	38,2	24,7
	286,6	155,1	131,5	277,3	138,0	139,3
Projets en cours	65,1	—	65,1	28,3	—	28,3
	351,7 \$	155,1 \$	196,6 \$	305,6 \$	138,0 \$	167,6 \$

5. Capital versé :

La Banque a un capital autorisé de 5,0 millions de dollars divisé en 100 000 actions d'une valeur nominale de 50 \$ chacune. Les actions ont été payées intégralement, et, conformément à la *Loi sur la Banque du Canada*, elles ont été émises au nom du ministre des Finances, qui les détient pour le compte du Canada.

6. Fonds de réserve :

Le fonds de réserve établi en vertu de la *Loi sur la Banque du Canada* représente la réserve générale de la Banque. Conformément à cette loi, des prélèvements sur le revenu net de la Banque ont été accumulés au fonds de réserve jusqu'à ce qu'il atteigne, en 1955, le montant maximal stipulé, soit 25,0 millions de dollars. Depuis, la totalité du revenu net est versée au Receveur général du Canada.

7. Engagements :

Au 31 décembre 1991, le total des engagements découlant de contrats de construction d'immeubles et d'acquisition d'équipement était de 65,0 millions de dollars. Ces contrats prévoient le versement de ces montants au cours des trois prochaines années et concernent tous des projets reliés aux responsabilités de la Banque en matière d'émission de billets de banque.

8. Modalités légales :

Les avances comprennent des prêts d'un montant total de 29,5 millions de dollars (29,6 millions en 1990) consentis à la Banque Commerciale du Canada et à la Norbanque et qui ont fait l'objet d'ordonnances judiciaires de liquidation. Sur la foi des renseignements dont elle dispose, la Banque du Canada estime que ce montant sera remboursé intégralement à même le produit des liquidations.

La garantie reçue par la Banque du Canada pour ces avances comprend les portefeuilles de prêts de ces institutions. Dans le cas de la Banque Commerciale du Canada, les tribunaux sont saisis de deux questions. Le 14 mars 1991, la Cour d'appel de l'Alberta a cassé la décision de la Cour du banc de la reine de l'Alberta et conclu que les intérêts provenant du portefeuille de prêts font partie de la garantie de la Banque du Canada. Le 14 novembre 1991, le liquidateur a obtenu la permission d'en appeler de cette décision devant la Cour suprême du Canada. La conclusion du liquidateur selon laquelle les prêts consentis par la Banque Commerciale du Canada en Californie font partie de la garantie de la Banque du Canada a été contestée, et la question doit être tranchée par la Cour du banc de la reine de l'Alberta. Si les tribunaux décident en dernière instance que la totalité des intérêts ou la totalité du portefeuille de prêts sont exclus de la garantie, il pourrait être nécessaire de redresser les montants qui ont été comptabilisés dans les revenus. À l'heure actuelle, les renseignements disponibles ne permettent pas d'estimer l'ampleur éventuelle de tels redressements.



CONSEIL D'ADMINISTRATION

John W. Crow	Gouverneur <i>Membre du Comité de direction</i>
Gordon G. Thiessen	Premier sous-gouverneur <i>Membre du Comité de direction</i>
Jalynn H. Bennett	TORONTO (ONTARIO) <i>Membre du Comité de direction</i>
John T. Douglas	NEW GLASGOW (NOUVELLE-ÉCOSSE)
William A. Graham	LONDON (ONTARIO)
Brian R. Heidecker	CORONATION (ALBERTA) <i>Membre du Comité de direction</i>
Frederick E. Hyndman	CHARLOTTETOWN (ÎLE-DU-PRINCE-ÉDOUARD) <i>Membre du Comité de direction</i>
Harold W. Lane, c.r.	SASKATOON (SASKATCHEWAN)
Leslie M. Little, c.r.	VANCOUVER (COLOMBIE-BRITANNIQUE) <i>Membre du Comité de direction</i>
James A. MacMurray	SAINT JOHN (NOUVEAU-BRUNSWICK)
Nancy Orr-Gaucher	WESTMOUNT (QUÉBEC)
Susan H. Patten	ST. JOHN'S (TERRE-NEUVE)
Ernest G. Penner	STEINBACH (MANITOBA)
Membre d'office	
Frederick W. Gorbet	Sous-ministre des Finances <i>Membre du Comité de direction</i>



PRINCIPAUX CADRES

John W. Crow, *gouverneur*

Gordon G. Thiessen, *premier sous-gouverneur*

J. N. Ross Wilson, *sous-gouverneur*

Charles Freedman, *sous-gouverneur*

Alvin C. Lamb, *directeur administratif*

Frank Faure, *conseiller*

W. Paul Jenkins, *conseiller*

William E. Alexander, *conseiller*

Bernard Bonin, *sous-gouverneur*

William R. White, *sous-gouverneur*

Serge Vachon, *conseiller¹*

Tim E. Noël, *conseiller*

Louise Vaillancourt-Châtillon, *conseillère et secrétaire*

John E. H. Conder, *conseiller*

† Voir ci-dessous.

Conseillers associés

Jacques Clément, *chef, Valeurs, Bureau de Montréal*

Donald R. Stephenson

Département des Opérations bancaires

Donald G. M. Bennett, *chef*

Roy L. Flett, *chef associé*

William R. Melbourn, *sous-chef*

Gordon B. May, *sous-chef*

Département des Valeurs

Vaughn O'Regan, *chef*

R. Bruce Montador, *sous-chef*

Ian D. Clunie, *chef, Analyse du marché des valeurs
et Opérations d'open market*

James F. Dingle, *conseiller en valeurs²*

Patrick E. Demerse, *conseiller en valeurs*

Stephen L. Harris, *conseiller en valeurs*

Donald R. Cameron, *chef, Bureau de Toronto*

Département de la Dette publique

Bonnie J. Schwab, *chef*

Secrétariat

L. Theodore Requard, *chef*

Guy Thériault, *sous-secrétaire*

SYSTÈMES DE LA DETTE

James M. McCormack, *coordonnateur de programmes*

Département des Recherches

Pierre Duguay, *chef*

Stephen S. Poloz, *sous-chef*

David E. Rose, *conseiller en recherches*

Département de l'Automatisation

Daniel W. MacDonald, *chef*

F. J. Bruce Turner, *sous-chef*

Département des Études monétaires et financières

David J. Longworth, *chef*

John G. Selody, *sous-chef*

Clyde A. Goodlet, *conseiller en recherches*

Kevin Clinton, *conseiller en recherches*

Département du Personnel

George M. Pike, *chef*

Claude J.-B. Montambault, *sous-chef*

Département des Relations internationales

John D. Murray, *chef*

Brian P. J. O'Reilly, *sous-chef*

Nicholas Close, *chef, Opérations sur devises*

Paul R. Fenton, *conseiller en recherches*

Département de la Gestion des immeubles

Colin Stephenson, *chef*

Département de Contrôle

Jean-Pierre Aubry, *contrôleur et chef de la comptabilité*

Frank J. Mahoney, *sous-contrôleur*

Département de la Vérification

Janet Cosier, *vérificatrice*

Peter Koppe, *sous-vérificateur*

1. Également président du conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements

2. Également président suppléant du conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements

† Jacques A. Bussièrès, conseiller du gouverneur, est en congé pour occuper les fonctions de gouverneur de la Banque de Zambie.



REPRÉSENTANTS RÉGIONAUX ET AGENCES

Représentants auprès des marchés financiers

Départements des Valeurs et des Relations internationales

Montréal

Jacques Clément, *chef, Bureau de Montréal*

Toronto

Donald R. Cameron, *chef, Bureau de Toronto*

D. J. S. Morgan, *cambiste-conseil*

Vancouver

Ritha Khemani, *représentante*

Agents régionaux

Département des Opérations bancaires

Halifax

Robert E. Burgess

Saint John

Kenneth T. McGill

Montréal

J. G. Michel Sabourin

Ottawa

Robert Dupont

Toronto

William G. Percival

Winnipeg

Harry S. Hooper

Regina

Graham L. Page

Calgary

Claude P. Desautels

Vancouver

William H. Watson